

## Übernahmen durch Private Equity im deutschen Gesundheitssektor: eine Zwischenbilanz für die Jahre 2013 bis 2018

Scheuplein, Christoph; Michaela, Evans; Merkel, Sebastian

Veröffentlichungsversion / Published Version

Arbeitspapier / working paper

### Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Scheuplein, C., Michaela, E., & Merkel, S. (2019). *Übernahmen durch Private Equity im deutschen Gesundheitssektor: eine Zwischenbilanz für die Jahre 2013 bis 2018*. (IAT Discussion Papers, 19/01). Gelsenkirchen: Institut Arbeit und Technik (IAT). <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.30503.19366>

### Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

### Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>



DISCUSSION PAPER

19|01

# Übernahmen durch Private Equity im deutschen Gesundheitssektor

**Eine Zwischenbilanz für die Jahre 2013 bis 2018**

Christoph Scheuplein, Michaela Evans, Sebastian Merkel

---

Copyright remains with the author.

Discussion papers of the IAT serve to disseminate the research results of work in progress prior to publication to encourage the exchange of ideas and academic debate. Inclusion of a paper in the discussion paper series does not constitute publication and should not limit publication in any other venue. The discussion papers published by the IAT represent the views of the respective author(s) and not of the institute as a whole.

Authors: Christoph Scheuplein, Michaela Evans, Sebastian Merkel  
(2019): Takeovers by Private Equity in the German Health Sector. *An Assessment for the Years 2013 to 2018. IAT Discussion Papers, 19/1*, January 2019.

# Übernahmen durch Private Equity im deutschen Gesundheitssektor

## Eine Zwischenbilanz für die Jahre 2013 bis 2018

Christoph Scheuplein, Michaela Evans, Sebastian Merkel

Februar 2019

### Abstract

Der Beitrag untersucht die Übernahmen von Unternehmen im deutschen Gesundheitssektor durch Private Equity-Gesellschaften. Hierzu wurden Transaktionsdaten aus verschiedenen Datenquellen für die Jahre 2013 bis zum ersten Halbjahr 2018 ausgewertet. Für diesen Zeitraum konnten rund 130 Übernahmen von Unternehmen mit einer medizinischen und pflegerischen Versorgung von Patienten ermittelt werden. Dabei hat das Tempo der Übernahmen im ersten Halbjahr 2018 stark zugenommen. Die größten Transaktionen wurden in dem Bereich Pflegeheime/-dienste getätigt, die meisten Übernahmen fanden in verschiedenen medizinischen Facharzt-Bereichen statt (u.a. Zahnmedizin, Augenheilkunde, Radiologie). In beiden Segmenten findet ein Aufbau neuer Unternehmensketten statt, bei denen zentrale Funktionen, z.B. Rechnungswesen, Einkauf und Qualifizierung, aufgebaut und den dezentralen Betriebsstandorten bereit gestellt werden. Überwiegend sind kapitalkräftige, fonds-basierte Private Equity-Gesellschaften aus den europäischen Nachbarländern und aus den Vereinigten Staaten aktiv. Der Beitrag beleuchtet auf der Basis von leitfadengestützten Interviews auch Hintergründe und exploriert Konsequenzen der genannten Entwicklungen. Vor allem die veränderte Regulierung des Gesundheitsmarktes, das starke Kapitalangebot der Private Equity-Gesellschaften und die Attraktivität des Gesundheitssektors als Anlageobjekt haben zu einer Zunahme an Übernahmen im Gesundheitssektor geführt. Der Beitrag zeigt zudem auf, in welchen Feldern (v.a. neue Investitionsstrategien, Beschäftigung, Arbeit und Mitbestimmung, patientenorientierte Versorgung) sich weiterführende Forschungs- und Gestaltungsfragen abzeichnen.

*Keywords:* private equity, health care, care sector, dentistry, Germany

*JEL classification:* G23 Non-bank Financial Institutions, G32 Capital and Ownership Structure, I11 Analysis of Health Care Markets

## Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung .....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Private Equity – Geschäftsmodell, Akteure und aktuelle Trends.....</b>	<b>7</b>
2.1	Das Geschäftsmodell .....	7
2.2	Der deutsche Buyout-Markt.....	9
<b>3</b>	<b>Methodik.....</b>	<b>13</b>
<b>4</b>	<b>Übernahmen in Europa.....</b>	<b>14</b>
<b>5</b>	<b>Übernahmen in Deutschland .....</b>	<b>17</b>
5.1	Die Zielunternehmen .....	17
5.2	Die Verkäufer.....	20
5.3	Die Private Equity-Gesellschaften .....	20
5.4	Buy-and-Build-Strategie.....	22
5.5	Beispiel einer Fachsparte: Zahnmedizin .....	24
5.6	Beispiel einer Zahnmedizin-Kette: Zahneins.....	28
<b>6</b>	<b>Warum der Gesundheitssektor zu einem Übernahmeziel wurde.....</b>	<b>30</b>
6.1	Langfristige Faktoren.....	30
6.2	Veränderungen des Marktzugangs .....	32
<b>7</b>	<b>Zusammenfassung, Grenzen und Perspektiven der Untersuchung.....</b>	<b>33</b>
7.1	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	33
7.2	Grenzen und Perspektiven der Untersuchung.....	34
<b>8</b>	<b>Abbildungs- und Tabellenverzeichnis.....</b>	<b>37</b>
<b>9</b>	<b>Literatur.....</b>	<b>38</b>

# 1 Einleitung

Der Gesundheitssektor in Deutschland hat in den vergangenen Jahrzehnten unterschiedliche Käufertypen gesehen. Hierzu zählen auch Private Equity-Gesellschaften, deren Geschäftsmodell es ist, Unternehmen temporär zu erwerben und wieder zu veräußern. In den vergangenen anderthalb Jahren scheint ihre Geschäftsaktivität auf dem deutschen Gesundheitsmarkt jedoch in spektakulärer Weise zugenommen zu haben (Bobsin 2018). Ein Wirtschaftsmagazin kleidete dies in die Schlagzeile „Private Equity macht Jagd auf Kliniken und Pflegeheime“ (Habdank 2018). Inzwischen wurde sowohl über die Übernahme großer Pflegeheimbetreiber und Krankenhaus-Konzerne (Sturm 2018, Lahmann-Lammert 2018), als auch über den Kauf von Facharztpraxen und Medizinischen Versorgungszentren (MVZ) berichtet (Nies/Nies 2018, Ludwig 2018). Daran schließen sich inzwischen mehrere öffentliche Kontroversen über die Wirkungen dieser Transaktionen an. Diese beziehen sich auf die Qualität der Patientenversorgung (Adamek/Friedrich 2018, Kersten 2018), die Bevorzugung lukrativer Patientengruppen bzw. Behandlungsmethoden, sowie die absehbare Marktmacht großer Akteure mit möglichen Konsequenzen für die Wahlfreiheit der Patienten und für niederlassungswillige Ärzte (Schindler-Marlow 2018, Korzilius 2018). Ausgehend von internationalen Forschungserkenntnissen (u.a. Bacon et al. 2013, Watt 2008, Stevenson/Grabowski 2008) werden auch die Auswirkungen von Private-Equity-Übernahmen auf betriebliche Beschäftigungsstrategien, Arbeitsbedingungen und Mitbestimmung mittlerweile in Deutschland kritisch reflektiert.

Hinter diesen aktuellen Kontroversen stellt sich für den Gesundheitssektor das zentrale Problem, wie der Bedarf an Kapital zur Sicherung und Modernisierung der medizinischen und pflegerischen Infrastruktur, wie bspw. neuen diagnostischen Geräten, digitaler Technik oder Immobilienmodernisierung, gedeckt werden kann. Nicht zufälligerweise ist ein guter Teil

der Engagements von Private Equity-Gesellschaften im Gesundheitssektor erst möglich geworden durch gesetzliche Änderungen, die bewusst auf die Bereitstellung von mehr Investitionskapital abzielten: MVZ als Kooperationsform wurden durch den Gesetzgeber mit dem Gesundheitsmodernisierungsgesetz im Jahr 2004 ermöglicht. Die Zielsetzung war es damals, die Sektorgrenzen zwischen ambulanter und stationärer Versorgung aufzuweichen und den Wettbewerb insgesamt zu fördern, indem u.a. eine Bündelung von (Fach-)Arztkompetenzen ermöglicht wurde (vgl. Wigge 2004). Als Träger eines MVZ konnten u.a. Krankenhäuser, Reha-Einrichtungen, Apotheker, Dialysedienstleister ebenso auftreten wie Vertragsärzte. Managementgesellschaften waren jedoch nicht zugelassen, da diese keinen Versorgungsauftrag haben bzw. keine medizinischen Leistungen gegenüber Versicherten aufbringen (ebd.) Allerdings wurde der Kreis möglicher MVZ-Betreiber 2015 durch das GKV-Versorgungsstärkungsgesetz eingeschränkt, so dass nur noch Vertragsärzte, Krankenhäuser und Dialysedienstleister als MVZ-Betreiber auftreten dürfen. Als Hintergrund für diese Anpassung wird häufig der Einzug von Finanzinvestoren genannt, die kein originäres Versorgungsinteresse besitzen, sondern vielmehr auf Renditen abzielen (Deutscher Bundestag 2011).

Ein anderes Beispiel: Im Pflegesektor waren in den vergangenen Jahren eine Zunahme der Angebote, eine Kapazitätserweiterung (Pflegeplätze, Pflegeangebote) ebenso wie eine Marktkonzentration der Anbieter zu beobachten. Dies bedeutet, dass zunehmend mehr Pflegeheime von zunehmend weniger Unternehmen betrieben werden (Statistisches Bundesamt 2018, Bünemann u.a. 2016). Bei den Pflegeheimen ist es insbesondere die steigende Nachfrage nach pflegerischen Dienstleistungen in Deutschland, die das Feld attraktiv für Renditeerwartungen von Private Equity-Gesellschaften macht. Befördert wird dies u.a. durch die spezifischen Finanzierungs- und Regulierungsmechanismen bei den betrieblichen Investitionskosten, durch die Definitionsspielräume zur »Angemessenheit

der Vergütung des Unternehmerrisikos« sowie durch Gestaltungsspielräume bei den Löhnen und dem Personalbesatz. Die Personalkosten stellen mit Blick auf die Gesamtkosten von Pflegeunternehmen mit durchschnittlich 70 Prozent den größten Kostenfaktor dar. Entsprechend eröffnen sich über Lohngestaltung, Zahl und Qualifikation des eingesetzten Personals Spielräume zur Gewinn- und Renditeerzielung. Kritisch wird in diesem Zusammenhang die Tatsache gesehen, dass im Pflegesektor mittlerweile zweistellige Renditen erzielt werden (vgl. Abschnitt 2.2; kritisch hierzu auch: Spahn 2018), die ins Ausland abfließen und damit der Infrastruktur vor Ort entzogen werden.

Der durch den Bedeutungsgewinn von Private Equity-Gesellschaften induzierte Wandel von Eigentumsstrukturen ist auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Leistungen im Gesundheits- und Pflegesektor in erheblichem Umfang über Sozialversicherungsbeiträge sowie über Sozialhilfeleistungen finanziert werden.

Angesichts dieser raschen und umstrittenen Veränderungen in der Eigentumsstruktur von Gesundheits- und Pflegeunternehmen ist ein Überblick über den gegenwärtigen Wandel von Kapitalstrukturen, Beteiligungs- und Investitionsstrategien wünschenswert. Auch die aktuellen Stellungnahmen von administrativer Seite – so etwa die Antwort auf eine Kleine Anfrage im Deutschen Bundestag (Bundesregierung Deutschland 2018) – dokumentiert einen Bedarf an Fakten zu diesem Thema. Aus diesem Anlass hat sich am Institut Arbeit und Technik (IAT), Westfälische Hochschule eine ad-hoc-Arbeitsgruppe gebildet, um eine explorative Studie zu erstellen, die an folgenden Fragen orientiert ist:

- Welche Bereiche des Gesundheits- und Sozialwesens sind für Private-Equity-Investoren besonders attraktiv?
- In welcher Größenordnung finden sich Private-Equity-Investitionen in der Gesundheits- und Sozialwirtschaft?
- Um wen handelt es sich bei Käufern und Verkäufern?

- Welche Aussagen zu Investmentverläufen (Verkauf/ Wiederverkauf) lassen sich treffen?
- Was sind Gründe und Treiber der Entwicklung?

Um die damit angegebenen quantitativen und qualitativen Dimensionen des Eingriffs von Private Equity in den Gesundheitssektor zu untersuchen, wurden die relevanten Datenquellen gesichtet und zusammengetragen. Dieser methodische Zugang wird in Abschnitt 3 näher erläutert. Zuvor beschreiben wir das Geschäftsmodell der Private Equity-Investoren und stellen aktuelle Tendenzen des Private Equity-Marktes in Deutschland dar, in die die Übernahmen im Gesundheitssektor eingeordnet werden (Abschnitt 2). Die Ergebnisse zum Umfang und der Struktur an Übernahmen werden zunächst für die europäische Ebene (Abschnitt 4) und dann für die deutsche Ebene (Abschnitte 5) präsentiert. In dem umfangreichen fünften Abschnitt wird auf Strategien zur Restrukturierung der übernommenen Unternehmen und beispielhaft auf den Bereich der Zahnmedizin eingegangen. Anschließend werden die Gründe für die gestiegene Aktivität der Private Equity-Gesellschaften im deutschen Gesundheitssektor erörtert (Abschnitt 6). Zum Abschluss erfolgen eine Zusammenfassung und ein Ausblick, in dem der weitere Forschungsbedarf insbesondere mit Blick auf Arbeit, Beschäftigung und Mitbestimmung sowie die Patientenversorgung hergeleitet wird. (Abschnitt 7).

In dieser Studie wird unter »Gesundheitssektor« nur die Patientenversorgung in Krankenhäusern, Arztpraxen bzw. medizinischen Versorgungszentren und in Pflegeheimen bzw. -diensten verstanden, d.h. die Medizintechnik, Pharma, Handel mit Gesundheitsprodukten oder der Gesundheitstourismus werden nicht einbezogen. Sofern weitere Bereiche als die (medizinische) Patientenversorgung betrachtet werden (vgl. Abschnitt 2.2), wird dies erwähnt.

Ein herzlicher Dank geht an Rainer Bobsin, mit dem wir einzelne Inhalte konstruktiv debattieren und Daten zu den Übernahmen austauschen konnten.

## 2 Private Equity – Geschäftsmodell, Akteure und aktuelle Trends

### 2.1 Das Geschäftsmodell

„Private Equity“ oder „Beteiligungskapital“ ist ein Geschäftsmodell, bei dem nach finanziellen Kriterien temporäre und meist umfassende Eigentumsrechte an einem Unternehmen außerhalb von regulierten Kapitalmärkten erworben werden (vgl. Eilers u. a. 2018, Cumming 2012, Stowell 2010 und Talmor/Vasvari 2011). Durch das dominierende finanzielle Kriterium ist das Geschäftsmodell von strategischen Investoren abgegrenzt, die zwar gelegentlich Unternehmen akquirieren, aber dies innerhalb von Branchen oder Technologiefeldern, in denen sie dauerhaft operieren. Meist erwerben Private Equity-Gesellschaften erhebliche Eigentumsanteile, da sie in die strategischen Entscheidungen des Unternehmens eingreifen möchten. Durch diesen unternehmerisch gestaltenden Ansatz sind Private-Equity-Gesellschaften auch gegenüber Hedgefonds abgegrenzt, die ihr Kapital in einem viel breiteren Spektrum von Anlagemöglichkeiten investieren. In diesem Beitrag wird unter Private Equity nur der Erwerb von bereits am Markt etablierten Unternehmen verstanden („Buyouts“). Werden dagegen Unternehmen bereits vor, während oder in den nächsten Jahren nach der Gründung durch Beteiligungskapital finanziert, spricht man von Wagniskapital oder Venture Capital. In diesen Fällen fällt ein erheblich höherer Bedarf an Beratung, operativem Management und Ko-Präsenz im Unternehmen an, während Buyout-Unternehmen eher über Finanzkennzahlen, strategische Weichenstellungen und den Einsatz externer Consultants gesteuert werden.

Schließlich ist die befristete Haltezeit charakteristisch für die Beteiligungsgesellschaften. Zum einen arbeiten Private Equity-Gesellschaften (PEG) häufig mit dem Kapital externer Investoren, dass sie wieder zurückzahlen müssen. Zum anderen ist dieser Wiederver-

kauf („Exit“) eine erhebliche Ertragsquelle für die Beteiligungsgesellschaften.

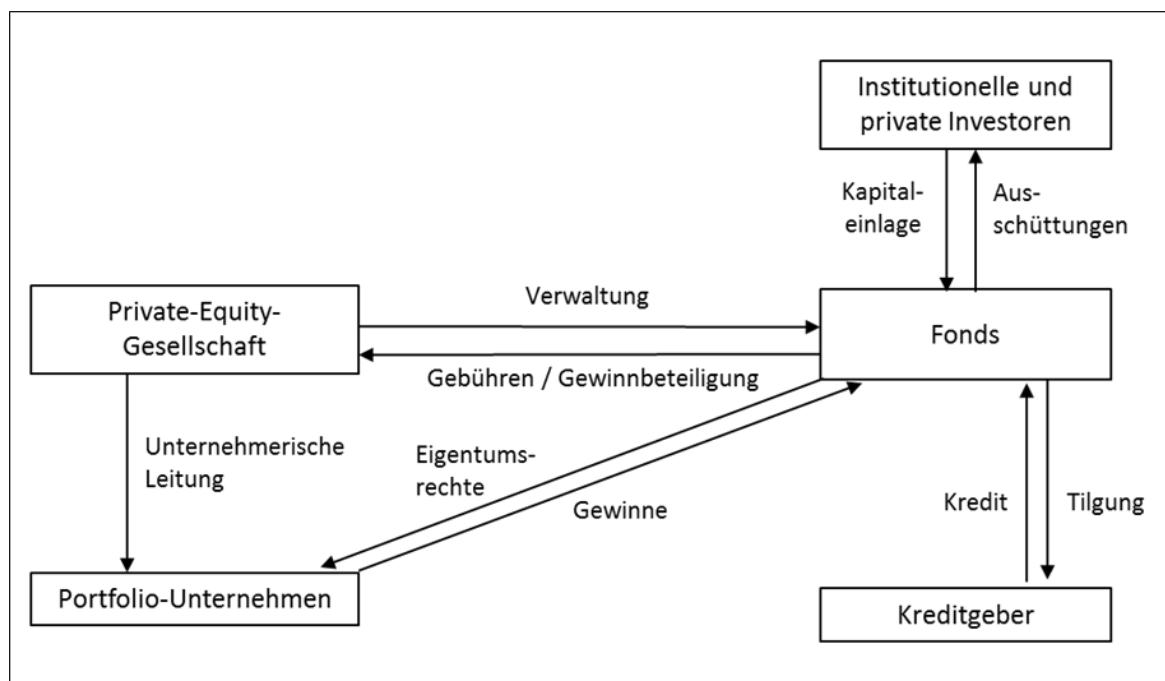
Viele PEG investieren nicht aus einem eigenen Kapitalstock, sondern legen einen Fonds auf, in den externe Investoren einzahlen können (Abbildung 1). Das eingezahlte Geld steht den Beteiligungsgesellschaften für eine vereinbarte Zeit – meist etwa zehn Jahre – zur Verfügung. Die PEG sucht dann zunächst übernahmefähige Unternehmen und erwirbt diese, restrukturiert sie und veräußert sie rechtzeitig vor dem Auslaufen des Fonds. Die Gewinne werden an die Fondsinvestoren ausgeschüttet, während die PEG eine Managementgebühr erhält, die jährlich bei ca. 2 % des eingezahlten Kapitals liegt, und ab dem Erreichen einer Mindestrendite von etwa 8 % üblicherweise ein Fünftel der Gewinne behalten darf.

Die Fonds von Private Equity-Gesellschaften sind häufig in Offshore-Finanzzentren angesiedelt. Diese bieten geringe Steuersätze sowie geringe Transparenzvorschriften, so dass eine weitere Nachverfolgung etwaiger Gewinne in die Herkunftsländer der Akteure erschwert wird. Auch bei knapp zwei Drittel aller Buyouts deutscher Unternehmen sind die beteiligten Fonds in Offshore-Finanzzentren angesiedelt (Scheuplein 2018: 14). Da die Fonds in den Offshore-Zentren über größere Kapitalvolumina verfügten als diejenigen in den Onshore-Zentren (z.B. Deutschland), fiel ihre wirtschaftliche Bedeutung bei den Übernahmen noch gewichtiger aus.

Die Aufnahme von Kapital über einen Fonds ist die verbreitetste Form der Kapitalbeschaffung; rund zwei Drittel aller Buyouts in Deutschland in den letzten Jahren wurden in dieser Form getätigt (Scheuplein 2018: 14). Daneben gibt es jedoch auch Akteure, die über einen eigenen Kapitalstock verfügen, in dem sie z.B. das Vermögen einer Stiftung oder einer Familie verwalten, oder bei jeder Übernahme ausgewählte Investoren beteiligen (Direktinvestment). Diese Formen der Kapitalbeschaffung werden ebenfalls zur Private Equity-Branche gezählt, da die Akteure rein renditeorientiert, branchenübergreifend und befristet agieren.



**Abbildung 1: Geschäftsmodell einer fondsbasierten Private-Equity-Gesellschaft**



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Fleming (2010, S. 14), Talmor/Vasvari (2011, S. 21–27), Giligan/Wright (2014, S. 38)

Bei der Übernahme eines Unternehmens werden häufig von Seiten der übernehmenden Gesellschaft (z.B. einem Fonds) Verbindlichkeiten aufgenommen. Dadurch erhöht sich zum einen das Übernahmevermögen der PEG und meist auch die Rentabilität des gesamten Investments, so dass die Rendite des Eigenkapitals steigt, solange sie höher ist als die gezahlten Fremdkapitalzinsen ("Leverage-Effekt"). Zum andern wird der Kredit in vielen Fällen nach der Übernahme auf das übernommene Unternehmen überwält, so dass dieses automatisch unter einen ökonomischen Druck gesetzt wird.

Neben der Kreditüberwälzung spielten und spielen andere rein finanzbezogenen Maßnahmen wie das Heben und Verkaufen verborgener Werte (z.B. Immobilien), Kostensenkungsstrategien, die Schließung von Geschäftsbereichen mit unterdurchschnittlicher Rendite und die Zerlegung des Unternehmens in einzelne Geschäftsfelder mit dem Ziel ihres Verkaufs eine Rolle im Private Equity-Geschäft. Ihre überragende Rolle war jedoch eher kennzeichnend für die Phase der 'Corporate Raider' in den 1980er Jahren (Burrough/Helyar 1990). Seitdem wurde

eine erheblich breitere Palette an Strategien etabliert, die auf ein Unternehmenswachstum z.B. durch interne Reorganisation, Auslandsexpansion, Innovationsstrategien abzielen. Von besonderer Bedeutung sind dabei Buy-and-Build-Strategien, bei denen z.B. ein größeres Unternehmen als Plattform dient und mit weiteren Zukäufen („Add-on“) erweitert wird. Studien haben belegt, dass diese nicht-financebezogenen Unternehmensstrategien eine dominierende Rolle bei der Restrukturierung auch auf dem deutschen Buyout-Markt einnehmen (Hammer u.a. 2017; Söffge/Braun 2018).

Das Private Equity-Geschäftsmodell ist seit den 1980er Gegenstand von Kontroversen in der Öffentlichkeit und in der Fachliteratur. Dabei wurde bereits früh die Umverteilung von Werten von anderen Stakeholdern eines Unternehmens – z.B. den Beschäftigten, Kunden und Zulieferern – an die neuen Eigentümer vermutet (Lowenstein 1985, Shleifer/Summers 1988). Daran hat sich eine ausgedehnte empirische Literatur über die Veränderungen des Verschuldungsgrades, der Produktivität, der Arbeitsbedingungen, Löhne und des Beschäftigungsstan-

des sowie des Zustands von Forschungs- und Entwicklung in den Portfolio-Unternehmen angeschlossen (vgl. Cumming/Siegel/Wright 2007, Wood/Wright 2009, Cumming 2012). Die stärksten Kritiken wurden dabei sicherlich in der Diskussion über die Auswirkungen auf die Beschäftigten in den Portfolio-Unternehmen formuliert (Watt 2008, Appelbaum/Batt 2014, Gospel/Pendleton/Vitols 2014).

Auch in Deutschland hat ab dem Jahr 2005 eine sehr kontrovers geführte öffentliche Debatte über Private Equity stattgefunden (Bayaz 2014). Dabei waren sich die Private Equity-Befürworter (Bunker 2005; Schäfer 2007; Beise/Schmittmann 2008) wie auch die Kritiker (Kamp/Krieger 2005; Hufschmid/Köppen/Rhode 2007) darüber einig, dass die Übernahmewelle die deutschen Industriestrukturen inklusive seines Corporate Governance-Systems durchgreifend verändern werde. Von beiden Kontrahenten-Gruppen wurde Private Equity als ein Transmissionsriemen gesehen, der dem ‚Finanzmarktkapitalismus‘ in Deutschland den Weg bereitet. Mit der globalen Finanzkrise wurde dieser Umbau jedoch auf vielen Feldern gestoppt (Faust/Thamm 2016) und auch die Private Equity-Akteure mussten sich zunächst wieder mehr in das tradierte Wirtschafts- und Gesellschaftsmodell Deutschlands integrieren lassen (Scheuplein 2012; Scheuplein/Teetz 2017: 88-90).

## 2.2 Der deutsche Buyout-Markt

Historisch entwickelten sich die ersten PEG in den USA in den 1970er Jahren aus der Vermögensanlage im Auftrag von Banken, Versicherungen und Privatpersonen. Dabei halfen das kapitalmarktorientierte Finanzsystem, aber auch die kapitalmarktgedeckte Altersvorsorge, aufgrund der die Pensionsfonds große Summen in die neue Anlageklasse Private Equity steckten. Demgegenüber setzte sich das Geschäftsmodell in Deutschland erst zum Ende der 1990er Jahre durch, als die US-amerikanischen und britischen PEG in großem Stil zu investieren begannen (Jowett/Jowett 2011: 52-75). Ein wichtiger Im-

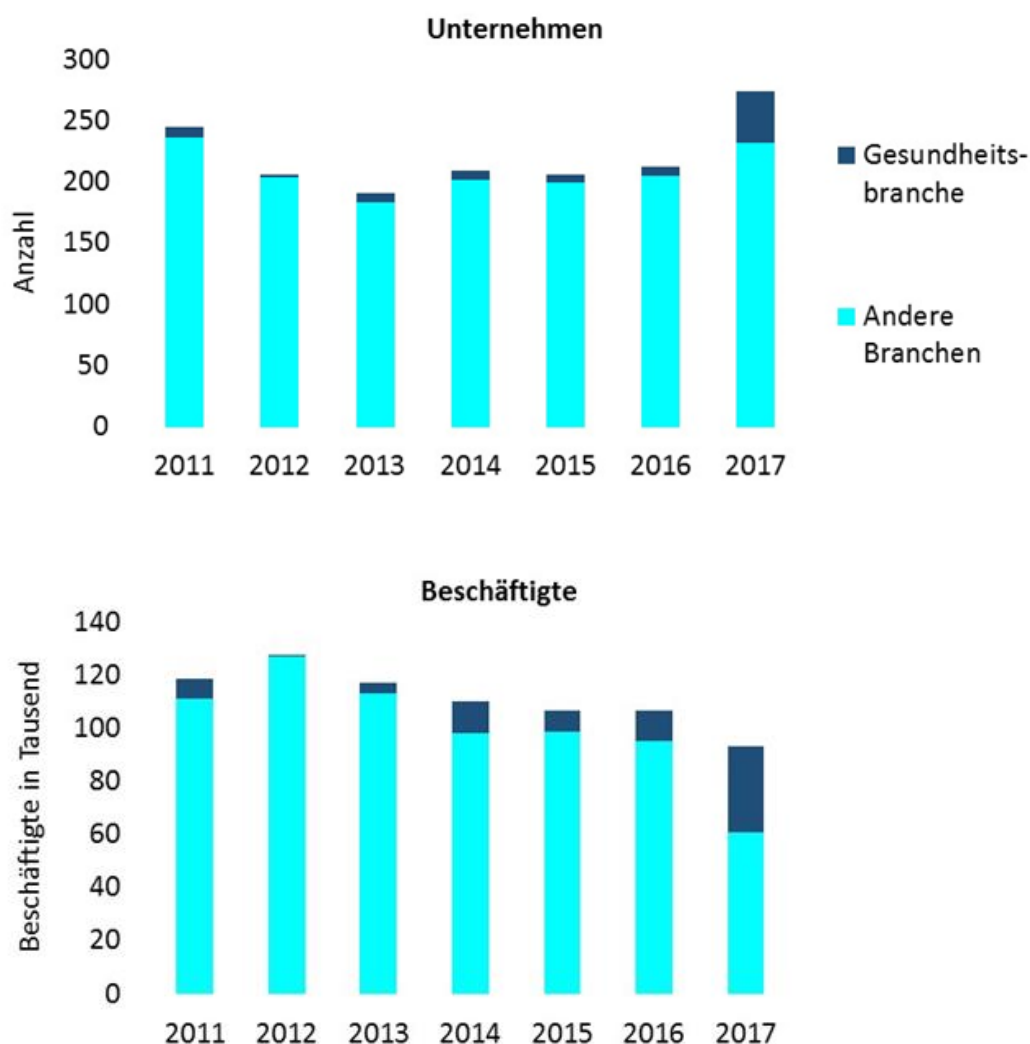
puls ging von der Anfang 2002 in Kraft getretenen Steuerfreiheit für Gewinne aus dem Verkauf von Kapitalgesellschaften aus. Dies motivierte zahlreiche Konzerne, sich von weniger ertragreichen Firmenteilen zu trennen. In den folgenden Jahren eröffneten zahlreiche US-amerikanische und britische PEG Büros in Deutschland und bis zur globalen Finanzkrise ab September 2008 boomte die Branche (Kaserer u.a. 2007). Nach dem Rückschlag der Krise, der auch die Kreditfinanzierung von Übernahmen kurzzeitig in Mitleidenschaft zog, hat sich der Buyout-Markt in Deutschland auf einem hohen Niveau stabilisiert (Scheuplein 2018).

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Buyouts von Unternehmen mit rechtlichem Sitz in Deutschland in den Jahren 2011 bis 2017. Dabei zeigt sich, dass die Zahl der übernommenen Unternehmen in den vergangenen Jahren bei etwa 200 lag, im Jahr 2017 aber deutlich angestiegen ist. Demgegenüber ist die Zahl der Beschäftigten in den übernommenen Branchen insgesamt geschrumpft. Nachdem sie in den Jahren 2015 und 2016 bei 106.000 Beschäftigten lag, ist sie im Jahr 2017 auf 93.000 Beschäftigte gefallen. Dies deutet daraufhin, dass die Beschäftigtengröße der übernommenen Unternehmen gefallen ist.

Abbildung 2 bietet zugleich einen ersten Blick auf die Übernahmetätigkeit im Gesundheitssektor. Er beinhaltet an dieser Stelle neben der Patientenversorgung in medizinischen Einrichtungen bzw. in Pflegeheimen jedoch auch Fitnesseinrichtungen, Einrichtungen der medizinischen Ausbildung und der Veterinärmedizin. In den Jahren 2014 bis 2016 lag der Anteil der Übernahmen im Gesundheitssektor an den rund 200 Übernahmen bei etwa 3 %, stieg jedoch im Jahr 2017 auf 15 % an. Der Sektor war damit einer der Gründe für die Zunahme der gesamten Buyout-Zahlen in diesem Jahr.

Der Anteil der Beschäftigten lag in den vergangenen Jahren bereits höher als der Anteil der Übernahmen und erreichte im Jahr 2016 etwa 11 %. Aber auch dieser Anteil an den Beschäftigten in allen übernommenen Unternehmen machte im Jahr 2017 einen klaren Sprung auf 35 %.

**Abbildung 2: Anzahl der von Private Equity in Deutschland übernommenen Unternehmen und deren Beschäftigte 2011 bis 2017**



Quelle: Private Equity Monitor 2018, vgl. Scheuplein (2019)

Damit war der Gesundheitssektor sowohl nach der Zahl der Übernahmen wie nach der Zahl der betroffenen Beschäftigten der wichtigste Zielsektor für Private Equity-Gesellschaften im Jahr 2017.

Buyouts werden in Deutschland von zahlreichen Beteiligungsgesellschaften getätigt. So waren in den vergangenen sechs Jahren etwa 450 Private Equity-Gesellschaften an mindestens einem Buyout beteiligt. Zwar gibt es einen Kreis von rund 50 Gesellschaften, die in jedem der letzten drei Jahre Übernahmen getätigt hat, aber insgesamt handelt es sich eher um eine

atomisierte Angebotsseite mit einer Vielzahl von Konkurrenten. Die zehn PEG mit den meisten Buyouts in Deutschland im Jahr 2017 waren für nur 17 % aller Übernahmen verantwortlich.

Wenn man sich auf die fonds-basierten Gesellschaften konzentriert, die in Deutschland im Jahr 2017 rund drei Viertel aller Buyouts verantwortet haben, dann lassen sich vor allem zwei Gruppen unterscheiden. Dominant waren die Fonds aus den USA und Großbritannien, die zur Hälfte über ein Fondsvolumen von 1 Mrd. Euro oder mehr verfügten und die multi-kontinental bzw. in einer größeren Anzahl von

Ländern operierten. Dieser Typ machte rund zwei Fünftel aller Fonds aus. Demgegenüber hatte mehr als ein Viertel aller Fonds den rechtlichen Sitz in Deutschland, war fast ausschließlich in den deutschsprachigen Ländern tätig und wies zu mehr als der Hälfte ein Kapitalvolumen von weniger als 300 Mio. Euro auf. Zwischen diesen beiden Gruppen – gemessen am Kapitalvolumen – waren die Fonds aus anderen europäischen Ländern, insbesondere aus den Niederlanden, Frankreich und Schweden, angesiedelt. Ihre Käufe nahmen diese Fonds häufig in einer bestimmten Ländergruppe vor, z.B. in Skandinavien, und tätigten nur einzelne Investitionen in Deutschland.

Entsprechend dieses internationalen Hintergrunds der fonds-basierten PEG muss bei der Kapitalbeschaffung auf den globalen Kapitalmarkt geschaut werden. Tatsächlich ist das Fundraising der Buyout-Fonds in den vergangenen Jahren sehr erfolgreich verlaufen: Das gegenwärtig verfügbare weltweite Kapitalvolumen in den Buyout, d.h. das sogenannte ‚Dry Powder‘, wird auf 600 Mrd. US-Dollar geschätzt (Preqin 2018a: 11; vgl. McKinsey 2018: 20). Dabei waren zu Beginn des IV. Quartals rund 440 Fonds tätig, deren Übernahmeaktivitäten auf Europa fixiert sind (Preqin 2018a: 7). Hierdurch entstehen ein hoher Anlagedruck der Fonds und ein Wettbewerb um die besten Anlageobjekte, der seit mehreren Jahren die Preise bei Unternehmenskäufen nach oben zieht. Daher wird der Buyout-Markt bereits seit längerem als Verkäufermarkt geschildert.

Die aus Deutschland stammenden Investoren in die Fonds spielen international nur eine untergeordnete Rolle. Ein Blick auf die Investorentypen kann jedoch zeigen, wer auch in Deutschland vom Private Equity-Geschäftsmodell profitiert. Die wichtigsten Investorentypen sind hierzulande Versicherungsgesellschaften (22 %), private Pensionsfonds (13 %), Unternehmen (11 %) und Family Offices (19 %) (Preqin 2018b: 17).

Die Erträge der Buyout-Fonds lassen sich nicht isoliert für den deutschen Markt darstellen, da Ertragsdaten fast nur für die größeren Fonds

vorliegen, die ihre Investments fast immer über mehrere Länder verstreut tätigen. In den Jahren nach der globalen Finanzkrise wurden für Private Equity-Fonds jährliche Renditen von 14,2 % ermittelt (Harris/Jenkinson/Kaplan 2014: 1862; vgl. auch Phalippou 2013). In diesem Zeitraum wurden die Fonds noch durch die Refinanzierung oder Abschreibung von Unternehmen belastet, die durch die Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen worden waren. Inzwischen hat sich die Ertragslage weiter verbessert und die jährliche Rendite wird für Buyout-Fonds, die auch in der vorliegenden Studie den vorherrschenden Typ darstellen, für den Zeitraum von Mai 2017 bis Mai 2018 mit 18,8 % angegeben (Preqin 2018c). Auch in einer eigenen Untersuchung, die 49 Fonds einbezieht, die an den Buyouts in Deutschland im Jahr 2017 beteiligt waren, wurde eine jährliche Rendite von 18,6 % errechnet (Scheuplein 2019). Im Vergleich zu anderen Anlageklassen wies Private Equity in den letzten Jahren meist überdurchschnittliche Renditen auf (Preqin 2018d: 14).

Die Zahl der Exits von Unternehmen aus Private Equity-Eigentum lag in den vergangenen Jahren immer um mindestens der Hälfte unter der Zahl der Buyouts. Dies ist zu einem größeren Teil den Buy-and-Build-Strategien geschuldet, bei denen mehrere Einzelunternehmen fusionieren und in einem einzigen Exit veräußert werden. Hierfür spricht etwa die Zahl der Beschäftigten von Exits, die im Jahr 2016 ähnlich hoch wie die Beschäftigtenzahl der Buyouts ausfiel, in anderen Jahren jedoch unter der Zahl der Buyouts lag. Zu einem gewissen Teil kommt diese Differenz sicherlich auch durch die Verlagerung von Arbeitsplätzen in das Ausland zustande sowie durch die unvollständige Erfassung von Exits.

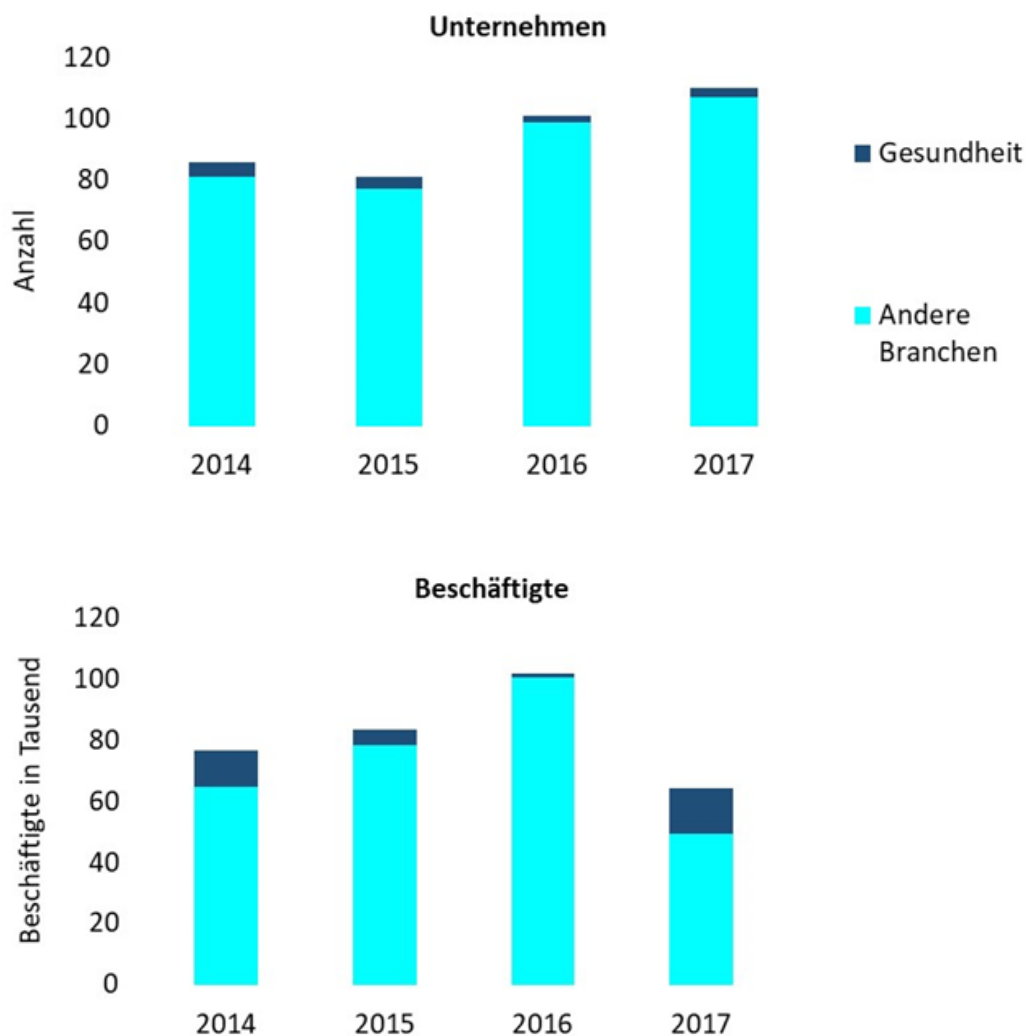
In den vergangenen Jahren machten die Exits von Unternehmen des Gesundheitssektors mit einem rechtlichen Sitz in Deutschland nur geringe Anteile aus (vgl. Abbildung 3). Der Gesundheitssektor wird an dieser Stelle parallel zur Darstellung der Buyouts in Abbildung 2 über die Patientenversorgung in medizinischen Einrichtungen bzw. in Pflegeheimen hinaus defi-

niert. In den Jahren 2016 und 2017 zeigte sich kein Anstieg, sondern mit Werten von 2 % bzw. von 3 % ergaben sich auch im Vergleich mit den Vorjahren niedrigere Werte.

Das Volumen der Beschäftigten in diesen Unternehmen fiel jedoch volatiler aus. Während im Jahr 2016 nur 1 % aller Beschäftigten in den Exit-Unternehmen der Branche Gesundheit angestellt waren, wurden im Jahr 2014 ein Anteil

von 15 % und im Jahr 2017 sogar ein Anteil von 23 % aller Beschäftigten erreicht. Allerdings waren die Anstiege in diesen beiden Jahren vor allem einzelnen Groß-Übernahmen geschuldet. So sorgten im Jahr 2014 die Rehabilitations-Klinikgruppe Median und im Jahr 2017 der Pflegeheim-Betreiber Alloheim (mit rund 14.500 Beschäftigten) für hohe Beschäftigungswerte.

**Abbildung 3: Exits von Unternehmen und deren Beschäftigte in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2017**



Quelle: Private Equity Monitor 2018, vgl. Scheuplein (2019)

Die Zeit, in denen ein Unternehmen von einer PEG gehalten wird, lag für die Unternehmen mit einem Hauptsitz in Deutschland in den vergangenen Jahren zwischen fünf und etwas über sechs Jahren. Dabei wiesen die Exit-

Unternehmen des Jahres 2017 mit fünf Jahren und zwei Monaten die kürzeste Haltezeit im Beobachtungszeitraum ab dem Jahr 2013 auf.

Die gesamte Dauer, in denen ein Unternehmen bei dem Eigentübertyp Private Equity

verbleibt, kann jedoch deutlich länger ausfallen, da bei einem Exit häufig eine andere Beteiligungsgesellschaft zum Zuge kommt („Secondary Buyout“). In den vergangenen fünf Jahren war bei mehr als zwei Fünftel aller Exits eine weitere Private Equity-Gesellschaft der Käufer (Scheuplein 2018: 16). Der Anteil der Beschäftigten dieser Secondary Buyouts umfasste fast die Hälfte aller Beschäftigten. Möglich sind dabei auch Dritt- und Viertverkäufe an Private Equity-Gesellschaften, so dass die jeweiligen Unternehmen über zehn oder zwanzig Jahre im Eigentum von Beteiligungskapital verbleibt.

Den Secondary Buyouts kann eine besondere Bedeutung für die Gesundheitsbranche zukommen, da in diesem eher kleinteiligen Markt aufwändige und zeitintensive Integrationsprozesse zu erwarten sind, die gegebenenfalls über mehrere Private Equity-Gesellschaften hinweg verfolgt werden können.

### 3 Methodik

Die folgende Untersuchung beruht zum einen auf einer quantitativen Darstellung der Buyouts in der Patientenversorgung in medizinischen Einrichtungen und in Pflegeheimen und zum anderen auf einer qualitativen Darstellung der Motive, Ziele und Maßnahmen der handelnden Private Equity-Gesellschaften sowie der zur erwartenden Umbrüche in der Patientenversorgung in medizinischen Einrichtungen und in Pflegeheimen.

Der erste quantitative Teil soll den Umfang der Übernahmen von Einrichtungen der (medizinischen) Patientenversorgung in Deutschland durch PEG aufzeigen und einen Überblick über die beteiligten Gesellschaften geben. Um zunächst den deutschen Buyout-Markt in den europäischen Kontext einzuordnen, wird eine Sekundärauswertung einer öffentlichen Statistik des Branchenverbandes Invest Europe vorgenommen. Um den sektoralen Fokus dann auf die Patientenversorgung zu verengen, wird die öffentlich zugängliche, aber kostenpflichtige Datenbank ‚Buyout Deals‘ (Preqin) ausgewertet.

Für die Darstellung des deutschen Marktes ist eine Nutzung vorhandener Statistiken nicht möglich<sup>1</sup>. Daher wird im Folgenden eine Sonderauswertung eines eigenen Datenbestandes vorgenommen, der mit dem am IAT angesiedelten Projekt „Private Equity Monitor Deutschland“ vorliegt<sup>2</sup>. In dieser Datenbank wurden die Daten der Quelle Buyout Deals/Preqin ergänzt durch weitere vorliegende Quellen (Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk) sowie durch die Auswertung von Literatur zum deutschen Gesundheitsmarkt (u.a. Bobsin 2018) und von Presseartikeln bzw. von Internet-Dokumenten. Der Zeitraum der Darstellung umfasst die Jahre ab 2013 bis einschließlich des ersten Halbjahres 2018. Im Oktober 2018 wurde diese Datenrecherche abgeschlossen. Dabei ist darauf hinzuweisen, dass die genannten Datenbanken zwar einige offizielle Quellen – wie z.B. die Anmeldung der laufenden Fusionskontrollverfahren beim Bundeskartellamt – nutzen, eine vollständige Erfassung von Transaktionen nach einem Eigentübertyp, hier: den Private Equity-Gesellschaften, jedoch nie sichergestellt ist. Dies gilt insbesondere bei der Übernahme der teilweise sehr kleinen Unternehmenseinheiten im Bereich der Patientenversorgung.

In einem nächsten Schritt wurden die Transaktionsdaten ergänzt mit allgemeinen Angaben (medizinische Fachsparte, Adressdaten), mit wirtschaftlichen Daten zu den Unternehmen (Beschäftigte, Umsatz), zu den PEG (Herkunftsland, gegebenenfalls verwendeter Fonds) und zum Verkäufer (Eigentübertyp, Branche, Herkunftsland). Anschließend erfolgt eine Auswertung mit Hilfe deskriptiver Statistik. Die genaue Herkunft und Verarbeitung der Daten kann der methodischen Darstellung zum

<sup>1</sup> Die Statistiken des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) liegen sektoral differenziert nur aggregiert für unterschiedliche Eigenkapitalformen vor (u.a. Venture Capital, Growth, Buyout), so dass die Zahl der Transaktionen gegenüber einer isolierten Betrachtung von Buyouts stark erhöht ist.

<sup>2</sup> Das Projekt im Auftrag der Hans-Böckler-Stiftung untersucht die Buyouts in Deutschland seit dem Jahr 2013; vgl. zu den Zielen, zum Ansatz und zu den einzelnen Methoden: Scheuplein/Teetz 2017.

„Private Equity Monitor Deutschland“ entnommen werden (Scheuplein/Teetz 2017: 19-26).

In einem qualitativen Teil wurde die Methodik durch leitfadengestützte Interviews und durch Dokumentenanalysen (u.a. Pressemitteilungen, Statements etc.) erweitert. Das Ziel der leitfadengestützten Interviews war es hierbei Einschätzungen von Expert\*innen der Gesundheitsbranche zu sammeln. Die Auswahl der Gesprächspartner\*innen erfolgte zielgerichtet auf der Basis erster Ergebnisse der quantitativen Auswertung bzw. der Literaturrecherche. Bei der Rekrutierung von Gesprächspartner\*innen wurden Beobachter und Kenner der Landschaft befragt. Diese Expertendefinition zielt in erster Linie auf die Managementebene. Es wurde versucht, Vertreter\*innen von Unternehmen aller o.g. Bereiche (Krankenhäuser, ambulanter Sektor, Zahnmedizin, Pflegeheime), aber auch weitere Stakeholder des Gesundheitswesens zu gewinnen. Die Ansprache erfolgte auf offiziellen Kanälen (Email-Kontaktformular, etc.), wodurch vor allem Vertreter\*innen der Leitungsebene erreicht wurden. Die Gespräche wurden paraphrasiert und vollständig anonymisiert, so dass keine Rückschlüsse auf Einzelpersonen oder Institutionen möglich sind. Der Leitfaden deckt dabei unterschiedliche Themenkomplexe ab; hierzu gehören u.a. die Aktivitäten von PEG im Gesundheitswesen und die Auswirkungen auf die gesundheitliche Versorgung sowie auf die Arbeits- und Beschäftigungsverhältnisse.

Die Rekrutierung von Interviewpartner\*innen gestaltete sich schwierig, insbesondere in der Zahnmedizin. Insgesamt konnten sechs Gespräche geführt werden, vor allem mit Vertreter\*innen von Krankenhäusern und der ambulanten medizinischen Versorgung. Aufgrund der geringen Fallzahl dienen die Interviews vornehmlich dazu, bestimmte Aspekte der quantitativen Auswertung zu vertiefen und zu validieren.

## 4 Übernahmen in Europa

Das Qualitätsniveau, die Kostenstrukturen und die finanzielle Beteiligung der Patienten

des Gesundheitssystems sind sehr stark durch den nationalen institutionellen Kontext geprägt. Dagegen können die Eigentümer von Gesundheitseinrichtungen supra-national agieren und Unternehmensstrukturen über Ländergrenzen hinweg aufbauen. Dies gilt insbesondere auch für die PEG, die in den vergangenen Jahren im deutschen Gesundheitssektor investiert haben. Aus diesem Grund wird hier ein Überblick über die Transaktionen von Beteiligungsgesellschaften im Gesundheitssektor in Europa vorangestellt, um die paneuropäische Perspektive dieses Übernahmegeschehens zu demonstrieren.

Die europaweite Bestandsaufnahme über Private Equity-Übernahmen im Gesundheitssektor, die von der Beratungsgesellschaft Bain & Company (2018: 13-14) vorgelegt wurde, berichtet von nahezu einer Verdreifachung des Transaktionswertes von 4,6 Mrd. \$ im Jahr 2016 auf 12,8 Mrd. \$ im Jahr 2017. Dabei hat sich die Zahl der Deals von 49 auf 70 erhöht und insgesamt zeigte sich in den vergangenen Jahren ein lebhafterer Buyout-Markt in diesem Sektor in Europa. Allerdings werden in dieser Veröffentlichung u.a. Medizintechnik, Pharma, Biotechnologie sowie Gesundheits-IT zum Gesundheitssektor hinzugerechnet. Eine vergleichbare Erweiterung des Sektors liegt auch der Statistik des europäischen Verbandes der Private Equity-Branche zugrunde<sup>3</sup>. In der Verbandsstatistik wurden für das Jahr 2016 europaweit 90 Transaktionen mit einem Volumen von 3,7 Mrd. € registriert (Invest Europe 2018: 51-52). Für das Jahr 2017 ergab sich nur ein leichter Anstieg der Transaktionen um 3 %, aber eine deutliche Steigerung des Transaktionswerts um ein Drittel auf rund 5 Mrd. €. Damit wurde der höchste Transaktionswert in den vergangenen zehn Jahren erzielt und nur in zwei Jahren im genannten Zeitraum war der Transaktionswert bis auf ei-

<sup>3</sup> Nach der „Industry Sector Classification“ von Invest Europe umfasst der Bereich „Biotech and Healthcare“: Biotechnology laboratories and services, Biotechnology products and equipment, Healthcare institutions and services, Medical equipment, Medical devices and supplies, Pharmaceuticals and drug delivery, Healthcare: other. Online verfügbar unter: <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/data-methodology/>

nen Wert von 4,5 Mrd. € gestiegen. Die Entwicklung der Transaktionszahlen für diese weite Definition des Gesundheitssektors verweist somit auf einen recht konstanten Verlauf an Übernahmen seit der Finanzkrise, aber auf einen starken wertmäßigen Anstieg im letzten Kalenderjahr.

Um einen isolierten Überblick auf die medizinische Patientenversorgung zu ermöglichen, wurde hier auf die Datenbank Deal News des Informationsdienstleisters Prequin zurückgegriffen. Ausgewählt wurden alle Transaktionen von Unternehmen mit dem Hauptstandort in Europa und mit einem Bezug zur Patientenversorgung ab dem Jahr 2007 bis einschließlich des ersten Halbjahres 2018<sup>4</sup>. Zudem wurden nur Mehrheitsübernahmen, bei denen ein Eigentumsanteil von 50 % oder mehr von der PEG übernommen worden war, berücksichtigt. Damit umfasste das Transaktionsgeschehen in diesem Zeitraum 162 Übernahmen.

Da die Datenbank Deal News/Prequin einem stärkeren Fokus auf die in den USA und in Großbritannien beheimateten, eher großen und international agierenden PEG hat, sind die Übernahmen von PEG, die nur in einem europäischen Land tätig sind bzw. nur mit kleineren Kapitalfonds arbeiten können, unterrepräsentiert.

Bei der Betrachtung dieser 162 Übernahmen als Zeitreihe zeichnet sich keine dynamische Entwicklung ab. Vielmehr wurden in den vergangenen vier Jahren relativ gleichmäßig rund 15 Unternehmen der medizinischen Patientenversorgung übernommen.

Daher wird hier nur eine Betrachtung nach Ländern bzw. nach Regionen für den gesamten Zeitraum ab dem Jahr 2007 vorgenommen. Aus Abbildung 4 geht hervor, dass Deutschland zwar als einzelnes Land die meisten Transaktionen aufweist, im Vergleich zur Bevölke-

rungsgröße liegen aber die skandinavischen Länder (20 %) vorne, gefolgt von Frankreich (13 %) und Großbritannien (10 %). Bemerkenswert ist der Anteil von (Süd-)Osteuropa, was vor allem auf Buyouts in Polen und der Türkei zurückzuführen ist. Insgesamt sind Transaktionen für 25 Länder belegt, d.h. es handelt sich um einen europaweiten Prozess.

Die Kaufpreise der Unternehmen werden von den Akteuren nur für eine Minderheit von Fällen veröffentlicht. Bei dem vorliegenden Sample liegen die Kaufpreise nur für 50 Übernahmen bzw. knapp ein Drittel aller Transaktionen vor. Für diese betrug das Transaktionsvolumen in der Summe 9,0 Mrd. € (Abbildung 5). Zwar sind auch hier alle europäischen Regionen berührt, allerdings lag in diesem Fall Frankreich (53 %) mit weitem Abstand vor Deutschland und Großbritannien (je 12 %) und Schweden (11 %) (Schweden ist das einzige skandinavische Land, für das Kaufpreise gemeldet wurden).

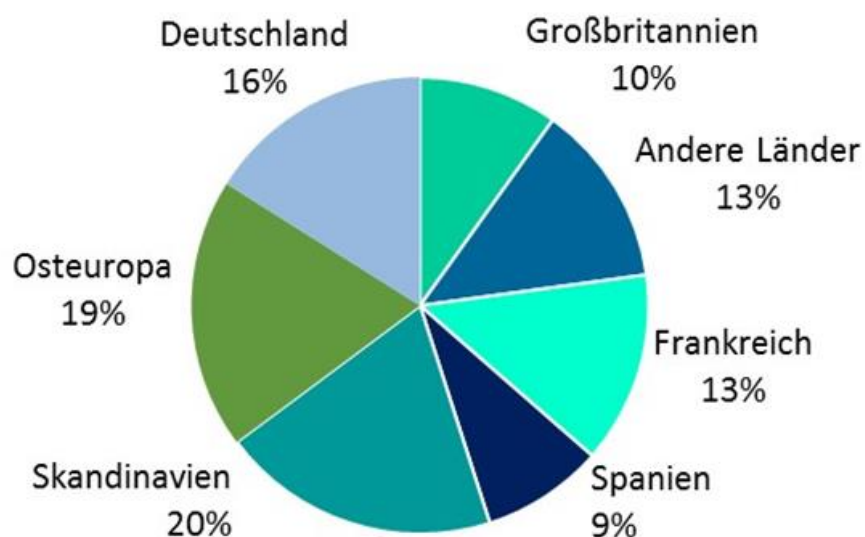
Insgesamt deuten die Daten zu Übernahmen im Gesundheitssektor in Europa auf eine eher konstante Entwicklung im vergangenen Jahrzehnt. Immerhin hat sich – für die weite Definition des Gesundheitssektors – der Wert der Transaktionen im Jahr 2017 deutlich gegenüber dem Vorjahr erhöht. Die Übernahmetätigkeit in der engeren Definition des Gesundheitssektors – der medizinischen und pflegerischen Patientenversorgung – scheint in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Ländern – insbesondere Schweden, Großbritannien und Frankreich – eher unterdurchschnittlich ausgefallen zu sein. Diese Beobachtung leitet sich wohl gemerkt vor allem aus der Aktivität der großen, global orientierten und in den angelsächsischen Ländern beheimateten Private Equity-Gesellschaften ab.

---

<sup>4</sup> Aus dem Bereich "Healthcare" wurden die folgenden Teilsektoren berücksichtigt: Ambulance Services, Cardiology, Child Care Organisations, Dental Products & Services, Dentists Offices & Clinics, Disease Diagnosis, Aesthetic Medicine, Health & Wellbeing Centres, Home Healthcare Services, Hospitals, Nursing Homes and Assisted Living, Oncology/Cancer Treatment, Optometrists and Opticians, Surgical Centres.



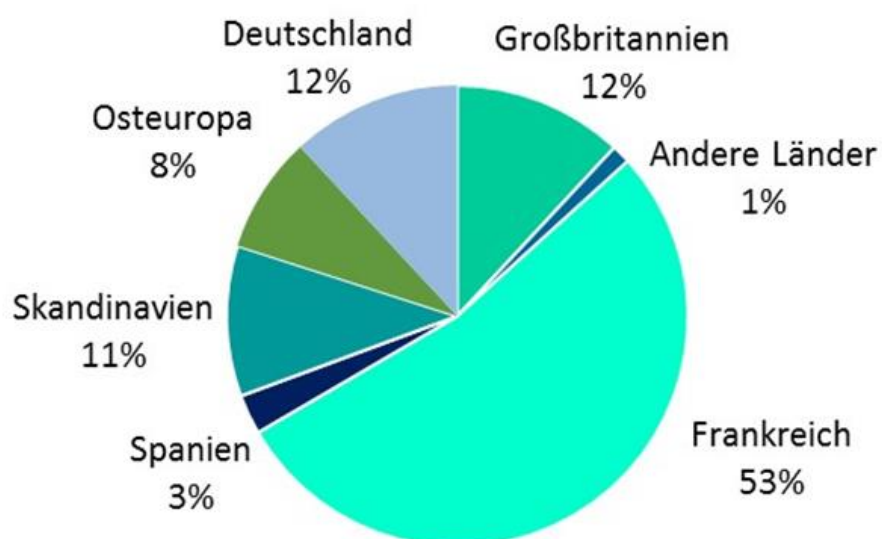
**Abbildung 4: Übernahmen im Bereich "Healthcare" in Europa von 2007 bis 2018\* nach Ländern/Regionen**



\*einschließlich des ersten Halbjahres 2018

Quelle: Preqin Buyout Deal Analyst, eigene Berechnungen, n=162 Buyouts

**Abbildung 5: Wert der Übernahmen im Bereich "Healthcare" in Europa von 2007 bis 2018\* nach Ländern/Regionen**



\*einschließlich des ersten Halbjahres 2018

Quelle: Preqin Buyout Deal Analyst, eigene Berechnungen, n=50 Buyouts

## 5 Übernahmen in Deutschland

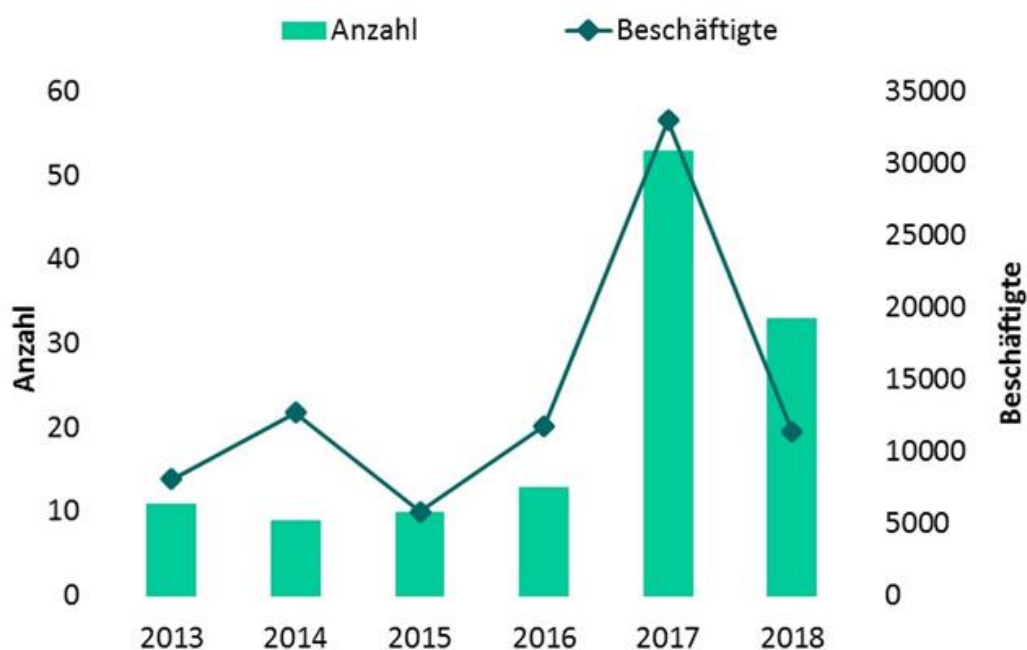
### 5.1 Die Zielunternehmen

Da PEG als Nachfrager von Unternehmen erst seit den späten 1990er Jahren in Deutschland aufgetreten sind, haben sie sich auch erst in diesem Zeitraum dem Gesundheitssektor zugewandt. Als erster Buyout in Deutschland wird der Kauf der Casa Reha-Gruppe durch ECM Equity Capital Management, einer deutsche Beteiligungsgesellschaft, und den Private Equity-Arm der US-amerikanischen Investment-Bank JP Morgan angesehen (vgl. Bobsin 2018: 62; Jowett/Jowett 2011). Allerdings handelte es sich hier eher um eine Erweiterung des Eigentümerkreises, da Casa Reha im Jahr 1995 von dem US-amerikanischen Pflegeheimbetreiber Covenant Care gegründet worden war, der dann bis zum Jahr 2005 Mit-Eigentümer von Casa Reha ge-

blieben ist (Juve 2005). Für die folgenden Jahre sind nur wenige Übernahmen dokumentiert (Bobsin 2018: 26). Erst ab dem Jahr 2007 stieg die Zahl der Übernahmen an und es wurden auch größere Buyouts realisiert, so z.B. in den Fällen von Alloheim (Pflege, 2008), Procon (Pflege, 2007), RHM Klinik (Rehabilitation 2010) und Silver Care (Pflege, 2010).

Das Ausmaß der Übernahmen soll nun für die letzten Jahre detailliert dargestellt werden. Hierzu wird die bislang verwendete Datenbasis (Buyout Deals/Prequin) im Folgenden auf Deutschland eingegrenzt und zugleich durch weitere Datenbanken (Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk) bzw. eigene Recherchen ergänzt. Durch diese Quellen können die Übernahmen durch Private Equity-Gesellschaften, die nur mit einem kleinen bzw. mittleren Fonds und in der DACH-Region (Deutschland, Österreich, Schweiz) tätig sind, in einem viel stärkeren Maß einbezogen werden.

**Abbildung 6: Übernahmen von Unternehmen der Patientenversorgung durch Private Equity-Gesellschaften in Deutschland 2013 bis 2018 (1. Hj.)**



Quelle: „Private Equity-Monitor Deutschland“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Prequin sowie eigenen Recherchen (n=129 Übernahmen von Unternehmen)

Auf dieser Basis wird die Übernahme von Einrichtungen der medizinischen und pflegerischen Patientenversorgung in den Jahren 2013 bis 2018 (1. Halbjahr) betrachtet. Insgesamt konnten 129 Buyouts von Unternehmen erfasst werden. Dabei wird der starke Anstieg an Übernahmen im Jahr 2017 in der Abbildung 6 deutlich. Während in den vier Jahren von 2013 bis 2016 jeweils etwa zehn Unternehmen pro Jahr übernommen worden sind, stieg die Zahl im Jahr 2017 auf 53 Übernahmen. Im ersten Halbjahr wurden weitere 33 Unternehmen übernommen. Da bislang absehbar ist, dass das Tempo der Übernahmen sich im zweiten Halbjahr 2018 kaum verlangsamt hat, ist zu vermuten, dass das Jahr 2018 zum neuen Rekordjahr werden wird.

Insgesamt waren rund 82.000 inländische Beschäftigte in den Unternehmen zum Zeitpunkt der Übernahme tätig. Die Übernahmen von Großunternehmen fallen besonders ins Gewicht, so dass das durchschnittliche Beschäftigtenvolumen in den einzelnen Jahren deutlich schwankt. Den höchsten Wert erreichte das Beschäftigtenvolumen von übernommenen Unternehmen im Jahr 2017 mit 33.000 Beschäftigten, wobei fast die Hälfte der Mitarbeiter auf die Übernahme des Pflegeheim-Betreibers Alloheim zurückgeführt werden kann.

Der Bestand an Unternehmen der medizinischen und pflegerischen Patientenversorgung mit einem Private Equity-Eigentümer lag in der

Jahresmitte 2018 bei 44 Unternehmen. Die Differenz zu der Zahl von 129 Übernahmen in den vergangenen fünfeinhalb Jahren erklärt sich durch verschiedene Faktoren: Erstens sind vier Unternehmen in diesem Zeitraum zweimal übernommen worden. Zweitens reduzierte sich durch die Fusion von Unternehmen nach der Übernahme ihre Zahl auf 45. Drittens war bis zur Jahresmitte 2018 eines der Unternehmen aus dem Eigentum von PEG ausgeschieden. Das Beschäftigtenvolumen dieser 44 Unternehmen schätzen wir für die Jahresmitte 2018 auf 65.000 bis 70.000 Mitarbeiter\*innen.

Der Beschäftigtendurchschnitt der übernommenen Unternehmen lag im Gesamtzeitraum bei 642 Beschäftigten. Damit ist er vom Jahr 2016 (907 Beschäftigte) bis zum ersten Halbjahr 2018 (344 Beschäftigte) deutlich gefallen. Diese Verringerung geht vor allem auf die Übernahme von Arztpraxen und MVZ, die geringe Beschäftigtenzahlen aufweisen, zurück.

Die folgende Auswertung führt die 125 Unternehmen, die mindestens einmal im Zeitraum der Jahre 2013 bis 2018 (1. Hj.) übernommen worden sind, nur einmal auf, d.h. eliminiert die „Doppelübernahmen“ (Tabelle 1).

Die Übernahme von 31 MVZ – die zu 80 % erst seit Anfang des Jahres 2017 stattgefunden haben – machten ein Viertel aller Übernahmen aus, aber nur 2 % der Beschäftigten.

**Tabelle 1: Von Private Equity-Gesellschaften übernommene Unternehmen und deren Beschäftigte nach dem Typ der Versorgungseinrichtung in Deutschland in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018**

Typ der Versorgungseinrichtung	Anzahl		Beschäftigte	
	absolut	in v.H.	Absolut	in v.H.
Krankenhaus	27	21,6	24.756	37,6
MVZ	31	24,8	1472	2,2
Andere Unternehmen	67	53,6	39.581	60,2
darunter Pflege	48	38,4	36.953	56,2
<b>Summe:</b>	<b>125</b>	<b>138,4</b>	<b>65.809</b>	<b>156,2</b>

Quelle: „Private Equity-Monitor Deutschland“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Prequin sowie eigenen Recherchen (n=125 Unternehmen)

Ein Fünftel der Übernahmen betrafen die Krankenhäuser, wobei hier auch Häuser dazuzählten, die als Plattformen für die fachärztlichen Zentren dienten. Alle sonstigen Unternehmen wie z.B. Dialyse-Einrichtungen, wurden in einer dritten Kategorie zusammengefasst. Der überwiegende Teil zählte zur Pflegewirtschaft.

Werden die Übernahmen nach der dem Bereich/Fachsparte geordnet (Tabelle 2), dann waren die Pflegeheime und -dienste mit einem Anteil von 38 % an allen Übernahmen und 56 % an allen Beschäftigten der wichtigste Bereich der Übernahmetätigkeit. Die (fachspartenübergreifenden) Krankenhäuser stellten mit rund 7 % der Übernahmen und etwas weniger als einem Drittel aller Beschäftigten einen zweiten Schwerpunkt dar. (Weitere 18 Krankenhäuser – siehe Tabelle 1 – hatten eine fachliche Ausrichtung und werden daher innerhalb einer der Fachsparten aufgeführt). Drittens stellen die verschiedenen Facharztsparten mit 56 % aller Übernahmen, jedoch nur 13 % aller Beschäftigten einen dritten Bereich dar. In diesem Bereich entfielen die meisten Übernahmen auf die Zahnmedizin (14 %), nach den Beschäftigten waren die Augenheilkunde und die Rehabilitation gewichtiger.

Aufschlussreich sind die durchschnittlichen Beschäftigtenzahlen pro Übernahme. Der

Durchschnitt lag im Bereich der fachärztlichen Ketten bei 127 Beschäftigten, im Pflegebereich bei 770 Beschäftigten und im Krankenhaus-Bereich bei 2.243 Beschäftigten. Typisch für das Private Equity-Geschäft sind deutlich höhere Zahlen als im Facharzt-Bereich. So lag der Durchschnitt bei Übernahmen in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2016 bei etwas über 500 Mitarbeitern. Somit zeigt die niedrige Beschäftigtenzahl bei den Facharztsparten einen Wechsel in der Strategie von Private Equity-Gesellschaften an.

Da Unternehmenstransaktionen sowie die rechtliche und wirtschaftliche Integration von Unternehmen Kosten verursachen, legen PEG üblicherweise Mindestgrößen an, ab denen sie investieren. Typisch für das in Deutschland auf den Mittelstand orientierte Vorgehen ist hier die Vorgabe einer Spannweite von 30 bis 500 Mio. € Jahresumsatz durch die Deutsche Beteiligungs-AG, einer der führenden PEG auf dem deutschen Markt. Die Umsatzvorgaben der großen US-amerikanischen und britischen Gesellschaften liegen noch über diesen Werten. Dennoch scheint dieser erhöhte Transaktions- und Integrationsaufwand bei den Übernahmen im Gesundheitssektor in Kauf genommen zu werden, was auf kompensatorische ökonomische Vorteile für die PEG schließen lässt.

**Tabelle 2: Von Private Equity-Gesellschaften übernommene Unternehmen und deren Beschäftigte nach (medizinischen) Bereichen in Deutschland in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018**

Bereiche / Fachsparten	Anzahl		Beschäftigte	
	absolut	in v.H.	absolut	in v.H.
Krankenhaus, spartenübergreifend	9	7	20.190	31
Pflegeheim/Pflegedienst	48	38	36.953	56
Zahnmedizin	18	14	807	1
Radiologie	9	7	541	1
Augenheilkunde	7	6	1.035	2
Rehabilitation	7	6	1.408	2
Sonstige Bereiche*	27	22	4.875	7
<b>Summe:</b>	<b>125</b>	<b>100</b>	<b>65.809</b>	<b>100</b>

\*Dermatologie, Dialyse, Orthopädie, Psychiatrie/Neurologie, Reproduktionsmedizin, Schönheitsmedizin

Quelle: „Private Equity-Monitor Deutschland“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Prequin sowie eigenen Recherchen (n=125 Unternehmen)

## 5.2 Die Verkäufer

Wer verkauft Einrichtungen der medizinischen Patientenversorgung an PEG? Bei den hier betrachteten Übernahmen seit dem Jahr 2013 waren die privaten Eigentümer der Einrichtung mit einem Anteil von fast zwei Dritteln der wichtigste Eigentümertyp (Tabelle 3). Dies deutet darauf hin, dass das Thema der Nachfolge, z.B. wenn die bisherigen Eigentümer in den Ruhestand wechseln möchten, eine gewichtige Rolle als Verkaufsmotiv spielen kann.

Es sind allerdings Unterschiede nach dem gesellschaftsrechtlichen Einrichtungstyp zu beachten. Bei den Arztpraxen war durchgängig der persönlich zugelassene Arzt Eigentümer der Einrichtung, aber auch die MVZ waren fast vollständig im Eigentum der leistungserbringenden Ärzte. Anders sah es bei den Krankenhäusern aus. Hier spielten Eigentümer aus der Gesundheitswirtschaft die wichtigste Rolle. Zudem kamen die einzigen Fälle, in denen eine Einrich-

tung aus der Insolvenz an eine Beteiligungsgesellschaft veräußert wurde, aus dem Bereich der Krankenhäuser. Alle anderen Unternehmen, z.B. Pflegeeinrichtungen und Dialyse-Einrichtungen sind als „sonstige Unternehmen“ zusammengefasst.

Bei diesen „sonstigen Unternehmen“ waren private Eigentümer mit einem Anteil von 62 % ebenfalls in der Mehrheit. Unternehmen aus der Gesundheitsbranche kamen auf einen Anteil von einem Fünftel. Schließlich traten in diesem Bereich bemerkenswert oft PEG als Verkäufer auf.

Angesichts des hohen Anteils an privaten Eigentümern und der geringen Unternehmensgröße ist es folgerichtig, dass mehr als 90 % der Verkäufer ihren rechtlichen Sitz in Deutschland hatten. Weitere 7 % an Verkäufern hatten in ihren Sitz in den USA, Großbritannien oder anderen europäischen Ländern. Bei diesen Verkäufern handelte es sich ausschließlich um PEG, die an einem Secondary Buyouts beteiligt waren.

**Tabelle 3: Übernahmen im Gesundheitssektor in Deutschland nach dem Eigentümertyp des Verkäufers und nach dem gesellschaftsrechtlichen Typ in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018**

Eigentümertyp des Verkäufers	Krankenhaus	Gesellschaftsrechtlicher Typ		Summe	
		Sonstige Unter- nehmen Anzahl	MVZ/Arzt praxen	Absolut	Anteil in v.H.
Eigentümer/Familien	9	44	29	82	64 %
Gesundheitswirtschaft	12	14	1	27	21 %
Private Equity-Gesellschaften	3	11	0	14	11 %
öffentlich-rechtliche Finanzwirtschaft	0	1	1	2	1 %
Gläubiger	4	0	0	4	3%
<b>Summe</b>	<b>28</b>	<b>70</b>	<b>31</b>	<b>129</b>	<b>100 %</b>

Quelle: "Private Equity-Monitor Deutschland" auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Prequin sowie eigenen Recherchen (n=129 Buyouts)

## 5.3 Die Private Equity-Gesellschaften

An den Buyouts der Jahre 2013 bis zum ersten Halbjahr 2018 auf dem deutschen Gesundheitsmarkt waren insgesamt 34 PEG beteiligt. Angesichts des stark regulierten Marktes

und der stark unterdurchschnittlichen Unternehmensgrößen in diesem Segment (gemessen am gesamten Buyout-Markt) könnte man erwarten, dass die inländischen, mittelstandsorientierten Beteiligungsgesellschaften ihren Heimvorteil eher ausspielen können und den Markt dominie-

ren. So war auch ein gutes Drittel der Private Equity-Akteure in Deutschland beheimatet, jeweils 15 % der Gesellschaften kamen aus den USA und aus Großbritannien und ein weiteres Drittel aus diversen europäischen Staaten.

Berücksichtigt man jedoch die wirtschaftliche Größe der Übernahmen, dann werden einige dominierende Akteure sichtbar. Die zehn Gesellschaften mit dem höchsten Beschäftigtenvolumen in den übernommenen Unternehmen vereinigten 93 % aller Mitarbeiter und 89 % des Umsatzes auf sich (Tabelle 4). Zudem haben sie in fast allen Fällen mehrere Buyouts getätigt und erreichten so einen Anteil von 57 % am gesamten Buyout-Volumen. In diesem Feld sind nur zwei deutsche PEG auf den Plätzen acht und zehn vertreten. Dagegen sind fünf Gesellschaften aus anderen europäischen Ländern unter den aktivsten zehn Investoren. Drei weitere Plätze werden von Gesellschaften aus den USA belegt.

Die im deutschen Gesundheitssektor aktiven PEG finanzieren die Buyouts fast ausschließlich über Fonds. Nur eine Gesellschaft investiert anlassbezogen mit dem Kapital externer Inves-

toren (Direktinvestment), bei vier weiteren Gesellschaften ist die Finanzierungsbasis nicht bekannt.

Insgesamt konnten 39 Fonds, die an den Buyouts beteiligt waren, identifiziert werden. Dabei handelt es sich überwiegend um große Fonds. Rund 45 % dieser Kapitalvehikel verfügt über mehr als eine Milliarde Euro Kapital, wobei den Spitzenplatz der Fonds Advent Global Private Equity VIII mit einem Volumen von 13,3 Mrd. Euro belegt.

Weitere 25 % der Fonds hatte eine Kapitalsumme zwischen 300 Mio. Euro und 1 Mrd. Euro eingesammelt. Diese Fonds haben erwartungsgemäß rund drei Viertel aller Buyouts getätigt.

Für alle identifizierten Fonds konnte auch der Fondsstandort ermittelt werden. Nur eine Minderheit (vier Fonds) hatte ihren rechtlichen Sitz in Deutschland, zwei Drittel der Fonds war in Offshore-Standorten angesiedelt. Die meisten Fonds auf den Cayman Islands (neun Fonds) domiziliert, gefolgt von Guernsey (acht Fonds).

**Tabelle 4: Die Top Ten der Private Equity-Gesellschaften auf dem deutschen Markt für Patientenversorgung in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018**

Platz	Private Equity-Gesellschaft		Übernommene Unternehmen nach ...		
	Name	Herkunftsland	der Anzahl	den Beschäftigten	dem Umsatz (Mio. €)
1	Carlyle	USA	8	18.630	1.149
2	Nordic Capital	Schweden	7	16.875	964
3	Waterland Private Equity	Niederlande	14	13.476	479
4	Chequers Capital Partners	Frankreich	7	6.607	320
5	Oaktree Capital	USA	3	6.176	331
6	Porterhouse Group	Schweiz	1	5.200	390
7	Advent International	USA	4	3.446	171
8	Quadriga Capital	Deutschland	15	2.558	91
9	EQT	Schweden	13	2.412	100
10	Adiuvva Capital	Deutschland	2	1.282	31
	<b>Summe:</b>		<b>74</b>	<b>76.662</b>	<b>4.026</b>
	<i>Anteil Top Ten an allen Übernahmen:</i>		<i>57 %</i>	<i>93 %</i>	<i>89 %</i>

Quelle: „Private Equity-Monitor Deutschland“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Preqin sowie eigenen Recherchen

Bezieht man den rechtlichen Sitz der Fonds auf das wirtschaftliche Volumen, das von diesen Standorten aus erworben wurde, wird die Rolle der Offshore-Welt noch deutlicher (Tabelle 5). So wurde von den Offshore-Finanzzentren aus drei Viertel aller Buyouts abgewickelt und die übernommenen Unternehmen vereinigten 86 % der Beschäftigten und 87 % des Umsatzes der übernommenen Unternehmen auf sich. Kurz gesagt: Wenn Einrichtungen des Gesundheitssektors in Deutschland von einer PEG übernommen werden, dann werden die Gewinne ganz überwiegend über eine „Steueroase“ an die eigentlichen Investoren weitergereicht.

Für die Angabe von Renditen der Fonds ist zunächst die in Abschnitt 2.2 dargestellte

durchschnittliche Rendite von 18,6 % eine Orientierung, die die im Jahr 2017 in Deutschland aktiven Fonds erzielt haben. Zwar liegen für 19 der insgesamt 39 aktiven Fonds Daten zu ihrer Rendite vor, das Jahr des Investitionsbeginns dieser Fonds erstreckt sich jedoch über 13 Jahre, weshalb sie nicht sinnvoll aggregiert werden können. Eine vorsichtige Annäherung kann über fünf Fonds versucht werden, die in den Jahren 2010 bis 2012 aufgelegt worden sind: Sie erzielten bis zur Mitte des Jahres 2018 eine Rendite von durchschnittlich 18,9 %. (Dabei ist zu berücksichtigen, dass jeder dieser Fonds auch in andere Branchen als die Gesundheitswirtschaft investiert hat.)

**Tabelle 5: Anteil der Fonds an der Anzahl der Buyouts und an den Beschäftigten und dem Umsatz der übernommenen Unternehmen in Deutschland in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018 (in v.H.)**

Fondsstandort	Übernommene Unternehmen nach ...		
	der Anzahl	den Beschäftigten	dem Umsatz
Deutschland	9	3	3
Sonstige europäische Länder	17	11	10
<b>Summe Onshore-Standorte</b>	<b>25</b>	<b>14</b>	<b>13</b>
Guernsey	20	21	14
Jersey	23	26	30
Luxemburg	17	1	1
Cayman Islands	16	39	42
<b>Summe Offshore-Standorte</b>	<b>75</b>	<b>86</b>	<b>87</b>
<b>Summe Gesamt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Quelle: „Private Equity-Monitor Deutschland“ auf der Basis von Deal News/Majunke, Zephyr/Bureau van Dijk und Buyout Deals/Prequin sowie eigenen Recherchen (n=39 Fonds, die an 115 Buyouts beteiligt waren)

## 5.4 Buy-and-Build-Strategie

Große PEG verfügen meist über ein erprobtes Instrumentarium an Restrukturierungsstrategien. Bei dem Gesundheitsmarkt in Deutschland handelt es sich in den meisten Bereichen um einen wachsenden Markt, da eine alternde Bevölkerung mehr medizinische Leis-

tungen bzw. Pflegeleistungen nachfragt. Gleichzeitig ist der Gesundheitsmarkt – abgesehen vom Sektor der Krankenhäuser – stark zersplittert, so dass in vielen Bereichen kaum Unternehmen vorhanden sind, die einen Teilmarkt bzw. einzelne Regionen dominieren. Aus diesen Gründen spielt die sogenannte Buy-and-Build-Strategie, die ohnehin eine häufig angewandte Strategie von Beteiligungsgesellschaften ist

(Hammer u.a. 2017), eine wichtige Rolle bei Übernahmen auf dem Gesundheitsmarkt.

Bei dieser Strategie wird zunächst ein Unternehmen erworben, die als Basis für die Integration weiterer Käufe dient („Plattform-Unternehmen“). Die zusätzlichen Unternehmen („Add-on-Unternehmen“) sollten wirtschaftlich bzw. fachlich die Kompetenzen oder Reichweite des ersten Unternehmens sinnvoll ergänzen bzw. steigern. Mittelfristig sollen die Unternehmen zu einer neuen Einheit mit Synergiegewinnen und damit einem höheren Niveau an Leistungsfähigkeit verschmelzen (Hoffmann 2008: 144-150). B&B-Strategien sind damit zweifellos als ein plausibler Beitrag zur nachhaltigen Steigerung der Wertschöpfung anzusehen.

Die Zahl der Übernahmen, die einer Buy-and-Build-Strategie zugerechnet werden kön-

nen, hat im Zeitraum von 2013 bis 2018 deutlich zugenommen. Betrachtet man die Unternehmen mit mindestens drei Übernahmen in diesem Zeitraum, dann fanden bis zum Jahr 2016 acht Übernahmen pro Jahr als Teil einer B&B-Strategie statt. Erst danach kam es zu einer großen Zunahme dieses Übernahmetyps. So gab es im Jahr 2017 mindestens 35 Übernahmen, die in einen solchen Kontext gehören. Im ersten Halbjahr 2018 fanden weitere 23 Übernahmen dieser Art statt.

In Tabelle 6 sind die Gesundheitsunternehmen aufgelistet, für die in den Jahren 2013 bis 2018 die meisten Übernahmen nachgewiesen werden konnten. Dabei kann die Übernahme eines Unternehmens mehrere Betriebsstandorte beinhalten.

**Tabelle 6: Ausgewählte Gesundheitsunternehmen mit einer Buy-and-Build-Strategie durch eine Private Equity-Gesellschaft in Deutschland im Zeitraum 2012 bis zum 1. Hj. 2018**

Unternehmen	Fachsparte	Übernahmen	Standorte	Mitarbeiter	Private Equity-Gesellschaft/en
Dorea	Pflege	13	52	4.000	2015-2018 Quadriga, seit 2018 Group Maisons de Famille
DentConnect	Zahnmedizin	10	9*	350*	2011-2017 Bencis Capital, seit 2017 EQT
Median	Rehabilitation	9	120	15.000	2009-2014 Advent International, seit 2014 Waterland
Alloheim	Pflege	7	192	14.500	2008-2013 Star Capital, 2013-2017 Carlyle, seit 2017 Nordic Capital
Charleston	Pflege	6	46	3.300	seit 2014 EQT
OberScharrer	Augenheilkunde	6	26	800	2011-2018 Palamon Capital, seit 2018 Nordic Capital
Zahneins	Zahnmedizin	5	19	550	seit 2017 Summit Partners

Quelle: Die Angaben zu Standorten und Mitarbeitern beruhen auf den Angaben der Unternehmen und im Fall von DentConnect auf einer eigenen Schätzung (\*) – jeweils am Ende des Jahres 2018.

Es wurden daher aktuelle Angaben zur Zahl der Standorte und der beschäftigten Mitarbeiter hinzugefügt, um die wirtschaftlichen Dimensionen dieser neuen Gesundheitskonzerne zu verdeutlichen. Auffällig ist, dass fünf der auf-

geführten sieben Unternehmen im Rahmen eines Secondary Buyouts bereits an eine zweite Beteiligungsgesellschaft veräußert worden sind. Dabei wird die Buy-and-Build-Strategie in der Regel vom nachfolgenden Investor fortgesetzt.



Ein Beispiel hierfür ist die oben erwähnte Pflegeheim-Kette Casa Reha, in die im Jahr 1998 die Investoren ECM und JP Morgan eingestiegen waren. Im Jahr 2005 wurde die Kette dann an die US-amerikanische Gesellschaft Advent International veräußert. Bis zu diesem Zeitpunkt war die Gruppe auf 24 Pflegeheime und 3.300 Betten angewachsen (Juve 2005). Im Jahr 2008 stieg der britische Investor HG Capital als neuer Mehrheitseigentümer ein, schließlich wurde im Jahr 2015 ein Exit an den französischen Seniorenheim- und Klinikbetreiber Korian vereinbart. Zu diesem Zeitpunkt hatte Casa Reha eine Kapazität von 70 Pflegeheimen mit 10.000 Betten und rund 4.000 Mitarbeitern in Deutschland aufgebaut (Juve 2015).

Üblicherweise sind die Buy-and-Build-Strategien mit dem Aufbau einer eigenen Marke inklusive einem einheitlichen Corporate Design verbunden. Hierdurch kann das besondere Profil einer neuen Unternehmenskette klarer kommuniziert werden. Ein Beispiel hierfür ist VivaNeo, eine von Waterland Private Equity geschaffene Marke für Reproduktionsmedizin. Sie entstand aus der 2011 in der Schweiz erworbenen Global Fertility AG, die im Jahr 2014 in „VivaNeo AG“ umfirmiert wurde. Die 16 Kinderwunschzentren in vier europäischen Ländern treten einheitlich unter der Marke VivaNeo auf, wobei die Größenvorteile des Unternehmens in der Kundenkommunikation gezielt herausgestellt werden (vgl. [www.vivaneuo-ivf.com](http://www.vivaneuo-ivf.com)).

Teilweise wird den übernommenen Unternehmen jedoch der bisherige Markenauftritt belassen. Hierdurch wird die bereits aufgebaute Vertrauensbeziehung zwischen Patient und Leistungsanbieter nicht gefährdet. Ein Beispiel hierfür ist die Radiologie-Gruppe der deutschen Beteiligungsgesellschaft DT Private Equity Consulting GmbH. Bei den bislang vier übernommenen Unternehmen ist noch kein gemeinsames Auftreten unter einer Dachmarke erkennbar.

## 5.5 Beispiel einer Fachsparte: Zahnmedizin

Die Buy-and-Build-Strategie soll am Beispiel der Zahnmedizin im Folgenden näher betrachtet werden. Diese Fachsparte stellt eine Besonderheit dar, da die Möglichkeit der Bildung von MVZ hier zunächst nicht gegeben war. Die im Jahr 2004 erlaubte Bildung von MVZ verlangte zunächst eine Kombination unterschiedlicher Fachsparten. Im Falle der Zahnmedizin fehlte es jedoch an sinnvollen Kooperationspartnern. Erst die Novelle des GKV-Versorgungsstärkungsgesetzes im Jahr 2015 bot die Möglichkeit, fachgruppengleiche MVZ zu gründen. Seitdem hat die MVZ-Bildung in der Zahnmedizin rasant zugenommen und genauso schnell hat sich die Möglichkeit einer Verbindung zu einer Zahnmedizin-Kette verbreitet (ZM-online 2018). Für August 2018 wurde die Zahl der Zahn-MVZ bereits mit 583 angegeben, davon werden 296 MVZ-Standorten einer Zahnmedizin-Kette zugerechnet (Nies/Nies 2018: 16). Dieser Konzentrationsprozess wird jedoch in vielen Fällen von den Zahnärzten selbst vorangetrieben, nur an einer Minderheit der Fälle sind bislang PEG beteiligt. In einer Analyse der Kassenzahnärztlichen Bundesvereinigung vom August 2018 wurden nur zwei der Private Equity-geführten Zahnarztketten unter den größten zehn Ketten in Deutschland verortet (ZM-online 2018). Diese Einschätzung können wir mit den vorliegenden Daten bestätigen; bei dem gegenwärtigen Wachstumstempo der PE-Zahnarztketten wird sich das Ranking im Jahr 2019 vermutlich jedoch ändern.

Aufgrund unseres Datensamples können wir im Zeitraum der Jahre 2015 bis 2018 die Übernahme von 34 Einrichtungen in der Zahnmedizin nachvollziehen, wobei 26 dieser Übernahmen im Jahr 2018 stattgefunden haben. Dabei können jedoch auch mehrere MVZ gleichzeitig übernommen worden sein, bzw. von einer Private Equity-geführten Zahnarztkette können neue MVZ gegründet worden sein. Für das Jahresende 2018 sehen wir einen Bestand von 60 zahnmedizinischen Standorten (MVZ, Praxis

eines MVZ, Zahnklinik) in der Hand von Beteiligungsgesellschaften (vgl. Tabelle 7). Auch wenn wir davon ausgehen, dass die Private-Equity-Transaktionen nicht vollständig für unser Sample erfasst werden konnten, wird die Zahl von MVZ im Eigentum von Beteiligungsgesellschaften gemessen an der Zahl aller Zahn-MVZ aktuell maximal bei zehn Prozent liegen.

Sämtliche der übernommenen zahnmedizinischen Einrichtungen können einer der sieben zahnmedizinischen Ketten zugeordnet werden,

die aktuell in Deutschland durch Private-Equity-Eigentümer aufgebaut werden (Tabelle 7). Während drei dieser Ketten bereits im Jahr der gesetzlichen Novellierung 2015 gegründet worden sind, ist für 2018 ein weiterer Schub mit der Gründung drei neuer Ketten erkennbar. Trotz der kurzen Laufzeit haben zwei der Ketten bereits einen Wiederverkauf an eine weitere Private Equity-Gesellschaft (Secondary Buyout) durchlaufen.

**Tabelle 7: Aktuelle Buy-and-Build-Plattformen von Private Equity-Gesellschaften im Bereich Zahnmedizin in Deutschland (Stand: Oktober 2018)**

Start	Plattform-Unternehmen	Standorte und Mitarbeiter (MA) in Deutschland	Private Equity-Gesellschaft	Europäische Plattform
2015	Zahnstation	6 Standorte mit 50 MA; KRH St. Franziskus, Eitorf (140 MA)	Nordic Capital [Schweden] (bis 2/2018 Auctus)	Dental Clinics, ca. 100 Standorte in den Niederlanden und der Schweiz
2015	Dr. Eichen-seer / Z-tagesklinik	19 Standorte eines Z-MVZ' (300 MA); KRH Kaiserin-Auguste-Victoria, Ehringhausen (100 MA)	Quadriga [Deutschland]	bislang nur in Deutschland
2015	Dent-Connect	12 Standorte mit 150 MA, Dentallabor- und -handel (110 MA), KRH Migräne-Klinik Königstein (115 MA)	EQT [Schweden] (bis 10/2017 Bencis)	Curaeos, ca. 220 Standorte u.a. in Niederlande, Belgien, Skandinavien, Italien
2016	Zahneins	18 Standorte (500 MA), KRH Deister-Süntel-Klinik, Bad Münden (110 MA)	Summit Partners [USA]	bislang nur in Deutschland
2018	Acura	Acura Klinik Albstadt (150 MA) und Privatzahnklinik Schloss Schellenstein (40 MA)	Investcorp [Bahrain]	europäische Expansion angekündigt
2018	KonfiDents	2 Standorte mit 80 MA, KRH Maria Hilf, Warstein (200 MA)	Altor Equity [Schweden]	bislang nur in Deutschland
2018	Colosseum Dental	Vital Klinik, Alzenau (75 MA) und ein weiterer Standort (MVZ)	Jacobs Holding [Schweden]*	260 Standorte u.a. Colosseum (Skandinavien), Swiss Smile (Schweiz), Southern Dental (GB), Odonto Salute (Italien)

Die Angaben zu den Standorten beziehen sich auf das Jahresende 2018. \*Unternehmen im Ausland wurden von Endless LLP (Southern Dental), EQT (Swiss Smile) und IK (Colosseum) erworben.

Quelle: eigene Recherchen auf der Basis von Majunke, Preqin und Zephyr/Bureau van Dijk und Presseberichten.

Die Akteure sind, wie bereits oben für den Gesamtbestand der Übernahmen dargestellt, überwiegend kapitalstarke, fondsbasierte Gesellschaften aus Europa und den USA. Dabei stechen allerdings *Investcorp* mit einem Hintergrund in den Golfstaaten sowie die *Jacobs Holding* als Verwalter eines Familienvermögens etwas heraus. Beide Gesellschaften vertreten jedoch explizit das Private Equity-Geschäftsmodell. Die PEG sind die eigentlichen Entscheidungszentren innerhalb einer Zahnmedizin-Kette. Allerdings sind die Fonds, wie in Abschnitt 2 näher erläutert, die formalen Eigentümer der erworbenen Gesundheitseinrichtungen. Somit entsteht eine komplexe Unternehmensstruktur, die im nachfolgenden Abschnitt 5.6 anhand der Zahneins-Gruppe exemplarisch dargestellt werden wird.

Gemeinsam ist allen sieben Beteiligungsgesellschaften, dass sie ihre Investitionen in der Zahnmedizin nicht als Gelegenheitsübernahmen sehen (was für Beteiligungsgesellschaften immer eine Option ist). Ausgangspunkt sind vielmehr die besonderen Konsolidierungschancen in einem großen Markt: „Germany may be the biggest dental market in Western Europe by size, but 99 percent of its practices are small“ (KPMG 2017: 4). Die Marktöffnung von 2015 wird daher als „Game-Changer“ betrachtet, der zwangsläufig zu einer Neuordnung dieses Marktes führen wird. Die „Zahneins“-Gruppe setzt sich in dieser Situation das Ziel „der führende Partner für Zahnärzte im deutschsprachigen Raum zu sein“ (Zahneins [2018a]). Die KonfiDents-Gruppe im Eigentum von Altor Equity drückt dies in folgender Weise aus: „Der deutsche Dentalmarkt befindet sich im Umbruch. Unser 2018 von Zahnärzten für Zahnärzte gegründetes Unternehmen hat den Anspruch, die Zukunft der Zahnmedizin in Deutschland mitzugestalten.“ (Homepage von KonfiDents, URL: <https://www.konfidents.de/ueber-konfidents/> abgerufen am 15.11.2018)

Das Mittel der Wahl ist in allen Fällen der Aufbau einer Zahnarztkette, d.h. eine dezidierte Buy-and-Build-Strategie, die vor allem bereits vorhandene MVZ erwirbt und integriert. Als

Träger dieser Strategie haben alle sieben Zahnmedizin-Ketten ein Krankenhaus erworben (Tabelle 7). Meistens wird die Verknüpfung zwischen dem Krankenhaus und den in der Zahnmedizin tätigen MVZ nicht publik gemacht, zumal die jeweiligen Krankenhäuser keinen fachlichen Bezug zur Zahnmedizin haben. Eine Besonderheit ist hier der Käufer Investcorp, der neben einer Akut- und Rehabilitationsklinik auch die Privatzahnarztpraxis Schloss Schellenstein GmbH („PSS“) erworben hat und beide Krankenhäuser zu Startpunkten seiner weiteren Expansion darstellt: „Following the acquisition of PSS, the platform intends to make further investments in the highly-fragmented German dental market as part of a wider consolidation strategy. (...) We are excited about the potential to build a sizeable dental business in Germany through a buy-and-build strategy and our acquisitions of PSS and Acura Kliniken are ideal starting points to launch this initiative.“ (Pressemitteilung von Investcorp vom 15. Mai 2018, siehe Investcorp [2018])

Mit dem Kauf von Praxen bzw. MVZ steht die Frage an, wie diese zu einer Zahnmedizin-Kette integriert werden können. Eine erste Ebene der Integration besteht – wie bereits angesprochen – in dem Aufbau einer neuen Dachmarke. Den Weg einer aktiven Außendarstellung gegenüber den Patienten gehen zwei Ketten (Zahnstation, Dr. Eichenseer). Bei der Kette DentConnect treten die beiden MVZ der beiden Ketten-Mitgründer mit einer ausgefeilten Markenstrategie („Implaneo“) auf, aber diese scheint nicht auf die zugekauften MVZ ausgedehnt zu werden. Die anderen Ketten nutzen die Marke nur gegenüber potenziellen Verkäufern von Arztpraxen bzw. MVZ, während die erworbenen Praxen ihren bisherigen Markenauftritt beibehalten.

Eine zweite Ebene der Integration kann in einem Aufbau zentralen Funktionen bestehen, z.B. Buchhaltung und Abrechnung gegenüber den Krankenkassen, Personalwesen, IT, Einkauf und Monitoring der Anforderungen, die der Gesetzgeber und die Krankenkassen stellen (KPMG 2017: 8). Damit wachsen die einzelnen Praxen

bzw. MVZ zu einer tatsächlichen wirtschaftlichen und rechtlichen Einheit zusammen und es sollten sich deutliche Einsparpotenziale und Lernkurveneffekte ergeben. Durch einen großen Pool an Fachkräften können die Öffnungszeiten einer Gesundheitseinrichtung auch auf die Abendstunden und die Wochenenden ausgedehnt werden, wodurch man die Gruppe der einkommensstarken Patienten besser erschließen und man mehr nicht-akute, zeitflexible Leistungen vermitteln kann. Mit dem Erreichen einer bestimmten ökonomischen Größe sollten sich auch Vorteile in den Verhandlungen beim Einkauf, mit Kreditgebern und Immobilienmaklern ergeben. Zusätzlich schafft erst eine solche wirtschaftliche Integration einen Überblick über das ökonomische Profil der verschiedenen Leistungseinheiten, so dass eine Optimierung einzelner Standorte angangen werden kann.

Eine dritte Ebene der Integration besteht darin, die medizinische Leistung zum Gegenstand eines unternehmensübergreifenden Wissensaustausches zu machen. Hieraus können Anhaltspunkte für eine weitere Optimierung der medizinischen Abläufe, aber auch für die unternehmensinterne Fort- und Weiterbildung gewonnen werden. Auch hier wirken die Größenvorteile des Unternehmens, indem sie eine stärkere Spezialisierung ermöglichen – sowohl bei den Ärzten innerhalb eines Standortes, als auch zwischen den Standorten. Die für den Gesundheitssektor ständige Innovation von Behandlungsmethoden bietet auch in der Zahnmedizin (z.B. durch neue Werkstoffe, Digitalisierung der Implantalogie, dreidimensionales Röntgen) die Gelegenheit, sich durch frühzeitigen Technologieeinsatz von Marktteilnehmern abzuheben.

Dass die wirtschaftliche und die medizinische Integration ein tatsächliches Ziel der Zahnmedizin-Ketten sind, betont z.B. die *Zahneins*-Gruppe: „(...) zahneins [baut] einen deutschlandweiten Verbund hochqualifizierter und motivierter Partnerpraxen auf, innerhalb dessen zahneins den Partnerzahnärzten bei kaufmännischen, regulatorischen und administrativen Aufgaben zur Seite steht. Darüber hinaus wird auch der aktive Erfahrungsaustausch zwischen

den unabhängigen Praxen innerhalb des Verbunds gefördert, so dass die Partnerpraxen der zahneins Gruppe von den innovativen und bewährten Lösungen anderer Partner profitieren (...)“ (Homepage der Zahneins-Gruppe, siehe Zahneins [2018a])

Schließlich ist noch eine vierte Ebene der Integration absehbar, da in dieser Facharztsparte regelmäßig Materialien – Zahnersatz und Implantate – hergestellt, angepasst und dann in die Patienten eingesetzt werden. Hieraus ergibt sich eine spezifische Wertschöpfungskette, die seit Jahren schon zu Verlagerungen ins Ausland bzw. zu neuen Importbeziehungen führt. Ein noch fernes Vorbild aus Großbritannien ist das Private-Equity-geführte Unternehmen *Mydentist*. Es war Anfang 2018 mit 643 Praxen die größte Zahnmedizin-Kette des Lands und hatte zugleich einen Anteil von 25 % am Markt für zahnmedizinische Verbrauchsmaterialien und Ausrüstungen (IDH Finance 2018: 5). In Deutschland verfügen die Zahnmedizin-Ketten *Zahnstation* (mit dem Kauf von *DPH Dental Partner*), *DentConnect* und *KonfiDents* bereits über eigene Zahnlabore. KPMG (2017: 8) verweist bereits auf die Perspektive einer vollständig integrierten und länderübergreifenden Wertschöpfungskette durch die Zahnmedizin-Ketten: “By producing crowns, implants and bridges in-house at lower cost, a chain can improve its profitability and even gain additional revenues by selling outside the business to other practices. Dental chains could even boost margins by locating laboratory work in low-wage countries such as China, Taiwan or Eastern Europe – being careful to ensure that technical quality is not compromised.”

Eine fünfte Ebene der Integration besteht in der länderübergreifenden Zusammenarbeit. Hier können ausgewählte Aspekte der medizinischen und vertikalen Integration durch die Spezialisierung einzelner Länder vertieft werden. Tatsächlich haben drei Ketten bereits heute europäische Partnerunternehmen, die eine dreistellige Zahl an Praxisstandorten aufweisen. Es sind dies *Dental Clinics* (Nordic Capital) mit der deutschen Tochter *Zahnstation*, *Curaeos* (EQT) mit der deutschen Tochter *DentConnect*

und *Colosseum Dental* (Jacobs Holding), die unter diesem Namen auch in Deutschland auftritt. Letztere ist mit einer Präsenz in acht Ländern die größte Kette. Für eine vierte Kette (Acura) sind entsprechende Expansionspläne angekündigt, und bei einer fünften Kette (Zahneins) hat die Beteiligungsgesellschaft Summit Partner anderweitig schon Erfahrungen mit dem Aufbau von Zahnmedizin-Ketten gesammelt (z.B. *My Dentist*, USA, 2010-2013; *DentalPro*, Italien, seit 2015-2017).

Der bisherige Stand der länderübergreifenden Integration zeigt, dass die Zahnmedizin-Ketten in Deutschland mehrheitlich auf der Basis von Erfahrungen in diesem Sektor im (europäischen) Ausland aufgebaut werden. Dies trifft allerdings nicht auf die Ketten *Acura* (Investcorp), *KonfiDents* (Altor Equity) und *Dr. Eichenseer/Z-tagesklinik* (Quadrigo Capital) zu. (Bei *Dr. Eichenseer* wurde die Ketten-Bildung allerdings im Jahr 2008 durch den Inhaber, einen Zahnarzt, begonnen, bevor im Jahr 2015 der Finanzinvestor die Kette übernahm.)

Abschließend sei noch auf die Frage eingegangen, wie schnell sich die PE-geführten Zahnmedizin-Ketten ausbreiten können. Aktuell kann ihr Größenwachstum fast nur über den kleinteiligen Einkauf weiterer Arztpraxen bzw. MVZ erfolgen. Zwar zählt die Kassenzahnärztlichen Bundesvereinigung derzeit 93 MVZ-Ketten, diese verfügen in den meisten Fällen jedoch nur über zwei Standorte (zm-online 2018). So existieren derzeit nur eine Handvoll MVZ mit sechs oder mehr Standorten in Deutschland, mit deren Kauf man das Größenwachstum einer Kette beschleunigen könnte. Daher bleibt das Wachstumstempo zunächst vor allem von der Zahl der Unternehmensnachfolgen und von den konkurrierenden Zahnmedizin-Ketten anderer Eigentümertypen begrenzt.

Insgesamt zeigt sich, dass die MVZ-Regulierung in der Zahnmedizin des Jahres 2015 von den PEG als „Window of opportunities“ aufgefasst wurde. Spätestens mit den Gründungen bzw. Käufen des Jahres 2018 wurde die Facharztsparte Zahnmedizin zum Ziel eines Schwarmverhaltens der Beteiligungsgesellschaft

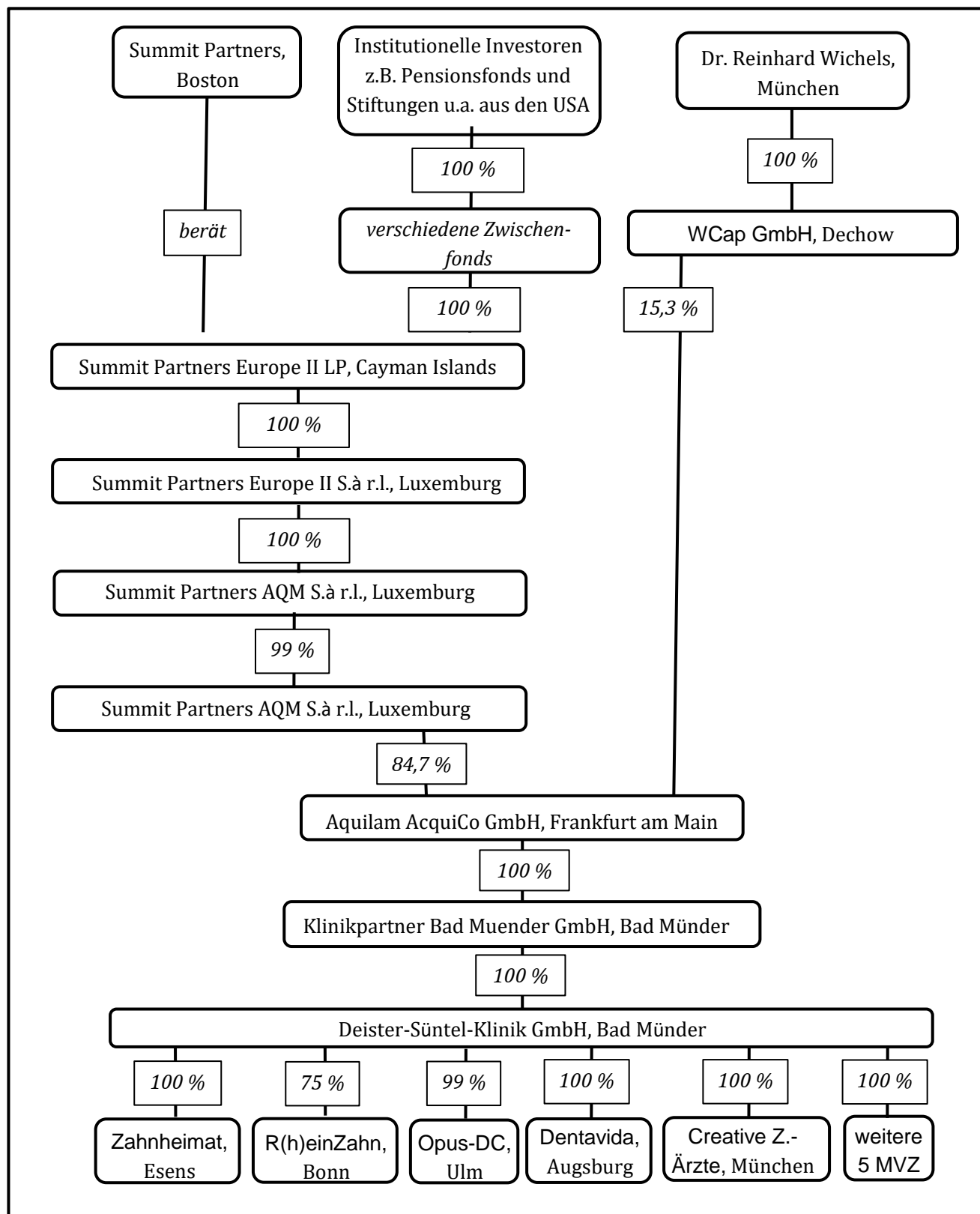
ten. Dabei zielen die bislang sieben etablierten Ketten darauf, nennenswerte Anteile am Markt für Zahnmedizin in Deutschland zu erlangen und mit dem Größenwachstum Skaleneffekte zu erzielen. In allen Fällen wird dabei eine Buy-and-Build-Strategie angewandt, wobei jeweils Krankenhäuser als Träger für den Kauf von MVZ genutzt werden. Die Integration der erworbenen medizinischen Einrichtungen zu einem einheitlichen Unternehmen mit Filialstandort findet auf fünf Ebenen statt – über eine Marketing-Strategie, über Overhead-Funktionen, über einen Wissens- und Technologieaustausch, über vertikale Integration entlang zahnmedizinischer Produkte und über länderübergreifende Organisationen. Diese Integrationsformen werden bei allen in Deutschland tätigen Zahnmedizin-Ketten verfolgt, wenn auch in unterschiedlicher Ausprägung. Eine durchgreifende Veränderung der Marktstruktur in der Zahnmedizin erscheint als wahrscheinlich, wird jedoch nur schrittweise und in einem längerfristigen Prozess erfolgen.

## 5.6 Beispiel einer Zahnmedizin-Kette: Zahneins

Die Zahneins-Gruppe ist eine 2016 gegründete Zahnarzt-Kette, die nach eigenen Angaben Ende des Jahres 2018 rund 500 Mitarbeiter in verschiedenen MVZs an 18 Standorten beschäftigte (Zahneins 2018b und Homepage Zahneins). Seit Mitte des Jahres 2017 ist die PEG Summit Partners der Hauptinvestor (Abbildung 7). Anschließend begann die Expansion mit der Übernahme eines MVZ noch im gleichen Jahr. In der ersten Jahreshälfte 2018 erfolgten vier weitere Akquisitionen, so dass die Kette bereits in vier Bundesländern vertreten ist. Die Versorgungszentren werden üblicherweise von den bisherigen MVZ-Inhabern weitergeführt und treten unter ihren eingeführten Namen weiter auf.

Der Hauptinvestor Summit Partners wurde 1984 gegründet, hat seinen Sitz in Boston/USA und verwaltet nach eigenen Angaben 14 Mrd. US-\$. Begonnen hatte die Gesellschaft mit Risikokapitalfinanzierungen.

Abbildung 7: Eigentumsstruktur der Zahneins-Gruppe



Quellen: Unternehmensregister (Deutschland), Registre de commerce et des sociétés (Luxemburg), Global Legal Entity Identifier Foundation, Preqin; Stand: September 2018

Buyouts sind jedoch seit langem das Hauptgeschäftsfeld und in den vergangenen Jahren kamen noch die Geschäftsfelder mit Unternehmenskrediten und Krediten für den öffentlichen Sektor hinzu. Summit investiert im Private Equity-Bereich multi-sektoral, hat jedoch besonders in die Sektoren IT, Konsumgüter und Gesundheit Schwerpunkte und ist vorrangig in den USA sowie – schon mit deutlichen Abstrichen – in Europa aktiv.

Im Rahmen der Zahneins-Übernahme wurde der Fonds Summit Partners Europe II LP aktiv. Er befindet sich aus steuerlichen Gründen auf den Cayman Islands und ist selbst im Eigentum diverser institutioneller Investoren, von denen die beiden öffentlich-rechtlichen Pensionsgesellschaften California State Teachers' Retirement System und Texas County & District Retirement System bekannt sind. Das im Jahr 2017 eingesammelte Kapitalvolumen des Fonds beträgt 700 Mio. Euro. Der Fonds investiert ausschließlich in Europa und ist auf die Sektoren Gesundheit, Technologie und Konsumgüter orientiert. Die direkte Übernahme der Gesundheitseinrichtungen setzt eine in Deutschland angesiedelte Gesellschaft („Aquilam AcquiCo GmbH“) um. Zwischen ihr und dem Fonds ist – ebenfalls aus steuerlichen Gründen – eine Kaskade an Zwischengesellschaften geschaltet, die in Luxemburg domiziliert sind.

Häufig ziehen PEG für den Entwurf einer konkreten Buy-and-Build-Strategie den Sachverständigen externer Branchenexperten hinzu, die zugleich Kontakte zu möglichen Übernahmezielen herstellen können. Im Falle der Zahneins-Gruppe besteht die Besonderheit, dass das Unternehmen zunächst von einem Branchenexperten, Dr. Reinhard Wichels, gemeinsam mit seinem Bruder, Dr. Daniel Wichels, einem Private Equity-Experten, gegründet wurde. Der Ausgangspunkt war die Übernahme der Deister-Süntel-Klinik in Bad Münster im April 2016 (Krischmann 2016). Auf dieser Basis konnte Summit Partners als Investor für die Expansionspläne in der Zahnmedizin gewonnen werden.

Während Dr. Reinhard Wichels inzwischen mit einem Anteil von 15 % Mit-Eigentümer der Zahneins-Gruppe ist, hat Dr. Daniel Wichels die Geschäftsführung des Plattform-Krankenhauses sowie mehrerer MVZ inne. Für diese Konstellation dürfte auch relevant sein, dass Summit Partners kein Büro in Deutschland besitzt, sondern die europäischen Geschäfte von London aus steuert, d.h. ein Branchenexperte vor Ort wird hier in besonderem Maß geschätzt.

## **6 Warum der Gesundheitssektor zu einem Übernahmeziel wurde**

### **6.1 Langfristige Faktoren**

In der langfristigen Perspektive können zum einen die Markt- und Regulierungsbedingungen des Gesundheitssektors als Pull-Faktoren und die Entwicklung der Private Equity-Branche als Push-Faktor betrachtet werden. Auf der Seite der Marktbedingungen steht in Deutschland vor allem die bislang stabile Bevölkerungszahl, bei gleichzeitig ansteigender Altersstruktur im Vordergrund. Beides sorgt zusammengefasst für einen höheren Bedarf an medizinischen und pflegerischen Leistungen und an Lösungen für komplexere Versorgungsprobleme (KPMG 2018: 5). Der Trend zu einer alternden Bevölkerung ist insbesondere für das Wachstum im Bereich ambulanter und stationärer Pflegeeinrichtungen/-dienste bedeutsam. Bei den Krankenkassen sind zwei Entwicklungen relevant. Erstens fand eine Neuordnung der Leistungskataloge statt und zweitens kam es bei wohlhabenden Versicherten zu einer stärkeren privaten Nachfrage nach hochwertiger medizinischer Versorgung sowie vorsorgenden Leistungen. Diese Umstrukturierung des Leistungsspektrums schafft nicht nur einzelne neue Leistungsangebote, sondern auch neue Anbieter und damit neue Anlagemöglichkeiten im Gesundheitssektor.

Bei den Pflegeheimen ist es insbesondere die steigende Nachfrage nach pflegerischen Dienstleistungen in Deutschland, die das Feld attraktiv für Private Equity macht. Das Wachstumspotenzial in den Heimatmärkten ist zum Teil ausgeschöpft, so dass durch die PEG neue Anlageoptionen im Ausland erschlossen werden. Ein weiterer Treiber sind Investitionsbedarfe im Bereich der Immobilienbewirtschaftung und -modernisierung sowie der Unternehmens- und Innovationsfinanzierung. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund marktlicher Konzentrationsprozesse eröffnen sich für PE-Investoren interessante Optionen im Pflegemarkt. Sichere Refinanzierungsbedingungen, langfristige Gewinnerzielungsmöglichkeiten, steigende Immobilienpreise, finanzielle Eigenbeiträge der Pflegebedürftigen wie auch der Bedeutungsgewinn von Selbstzahlerleistungen haben ebenfalls dazu beigetragen, den Pflegesektor als Anlagefeld für PEG attraktiv zu machen (Hayer/Sobottke 2018, Stevenson/Grabowski 2008).

Ein weiteres wichtiges Element der Marktbedingungen ist die Bereitschaft bisheriger Inhaber von Gesundheitsunternehmen zum Verkauf. Auf dem Krankenhausmarkt, der bereits seit längerer Zeit konsolidiert wird, ist die Verkaufsbereitschaft am niedrigsten. So begann der Konsolidierungsprozess im Krankenhaussektor vor ca. 20 Jahren und dauert noch immer an. Es lässt sich sowohl ein Rückgang an Krankenhäusern wie eine Veränderung der Trägerschaft beobachten.<sup>5</sup> Dieser Konsolidierungsprozess wird dabei unterschiedlich bewertet. Während einerseits vor negativen Konsequenzen,

u.a. durch zunehmende Marktkonzentration gewarnt wird (vgl. Schmid und Ulrich, 2012), betonen andere Autoren positive Effekte (vgl. Bremer und Nesensohn, 2017). Im Pflegemarkt wurde die wachsende Nachfrage nach Pflegeleistungen durch dezentrale, kleinere Angebote bedient bis parallel auch der Aufbau größerer Pflege-Unternehmen erfolgte. Da hier der Markt weniger konsolidiert ist, ergeben sich mehr Verkaufsoptionen. Schließlich bildet die wachsende Altersstruktur von Praxisinhaber\*innen im ambulanten Versorgungssektor in einem stark fragmentierten Markt einen großen Schub für die Verkaufsbereitschaft. Dabei erwarten sich die Praxisinhaber\*innen erhebliche Erträge bei der Weitergabe ihrer Praxis. Insgesamt scheint es bei der überwiegenden Mehrheit an Praxisinhaber\*innen eine Bereitschaft zu geben, einen nicht-ärztlichen Investor als Käufer der Praxis in Erwägung zu ziehen (ApoBank 2018).

Auf der Seite der Push-Faktoren kommt dem Aufstieg der Private Equity-Branche eine besondere Bedeutung zu. In den westlich-kapitalistischen Gesellschaften nimmt das Kapitalvermögen seit vielen Jahrzehnten zu. Gleichzeitig herrscht seit dem Ende der 1970er Jahre eine Situation, in der das anlagebereite Kapital auf eine zu geringe Zahl an renditetragenden Investitionsmöglichkeiten stößt. In dieser Lage erschließen Private Equity-Fonds mit dem Kauf von Unternehmen ein neues Kapitalanlagefeld. Aufgrund seines Erfolges hat sich Private Equity im Feld der alternativen Investmentformen in den letzten Jahren mit einem Anlagevolumen von über 3 Billionen US-\$ zur zweitwichtigsten Vermögensklasse (nach den Hedge Fonds) entwickelt (Preqin 2018d). Dabei wechseln die konkreten Anlageziele der Beteiligungsgesellschaften aufgrund von konjunkturellen und regulatorischen Veränderungen, aber auch aufgrund von Lernkurven in der Private Equity-Branche selbst. Aus diesen Lernprozessen folgt häufig ein Schwarmverhalten, so dass neu entdeckte lukrative Investitionsmöglichkeiten innerhalb weniger Jahre ausgereizt werden. Der Gesundheitssektor zählt zum Bereich der Daseinsvorsorge – wie etwa Wohnen, Bildung,

<sup>5</sup> Lag die Zahl der Krankenhäuser im Jahr 2000 noch bei 2.243, reduzierte sie sich bis zum Jahr 2017 auf 1.942 (Statistisches Bundesamt n. d. a). Gleichzeitig veränderte sich auch die Eigentümerstruktur: Stellten freigemeinnützige Träger im Jahr 2000 noch den größten Anteil (ca. 41%) vor den öffentlichen (ca. 37%) und den privaten Trägern (ca. 22%), so hat sich das Verhältnis inzwischen verschoben. Im Jahr 2017 stellen privat getragene Häuser den größten Anteil (ca. 37%) vor den freigemeinnützigen (ca. 34%) und den öffentlichen Trägern (ca. 29%) (Statistisches Bundesamt n. d. b). Hinsichtlich der Bettenanzahl befindet sich 2017 die Mehrheit in öffentlicher Trägerschaft (ca. 48%); privat geführte Krankenhäuser verfügen über ca. 19% der Betten (Statistisches Bundesamt n. d. c).



Infrastrukturen (Gas, Wasser, Elektrizität, Müll) – der in vielen Ländern lange Jahrzehnte für privates Kapital verschlossen war und inzwischen durch Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung für privates Kapital geöffnet worden ist bzw. geöffnet wird (Foundational Economy Collective 2018). Dies geschieht mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten. So sind beispielsweise im Bereich der Facharztpraxen in den vergangenen fünfzehn Jahren in Deutschland Liberalisierungen vorgenommen worden, die die Investitionsmöglichkeiten einschneidend verbessert haben.

## 6.2 Veränderungen des Marktzugangs

Die Interviewpartner sehen die bisherigen Aktivitäten in Bezug auf einzelne Teilbereiche, insbesondere Krankenhäuser und MVZ, derzeit als eher gering an. Anders hingegen die Einschätzung im Pflegesektor: Hier wird das Engagement von PEG insbesondere aufgrund der Zahl der Übernahmen sowie der betroffenen Beschäftigten wesentlich kritischer eingeschätzt. Zwar kam es in der jüngeren Zeit zu einer deutlichen Zunahme an Investitionen von PEG, bezogen auf die Gesundheitswirtschaft insgesamt handelt es sich jedoch im Vergleich mit anderen Branchen noch immer um einen relativ geringen Anteil. Allerdings werden auch Gefahren gesehen, sowohl für die Patient\*innen, wie auch für die Gesundheitsversorgung und die Beschäftigungs- und Arbeitsbedingungen. Eine weitere Ebene stellt zudem die Patientensteuerung dar; d.h. die Frage, wie Patient\*innen durch die Sektor spezifischen Leistungen des Gesundheitswesens gesteuert werden. Wenn eine PEG beispielsweise über ein Krankenhaus ein MVZ erwirbt, besteht ein Anreiz, die Patient\*innen nach Möglichkeit zu einer ambulanten Weiterbehandlung innerhalb der Einrichtungen eines zentralen Investors zu leiten. Zwar muss dies nicht zwangsläufig negativ sein, ein Zuweisungsmanagement zwischen dem ambulanten und stationären Sektor stellt ein etabliertes Verfahren dar. Theoretisch könnten PEG durch eine Aus-

weitung die gesamte Versorgungskette abdecken.

Eine Befürchtung, die zwar wiederholt genannt wurde, jedoch bislang nicht empirisch belegbar ist, stellt die Ausweitung privater Zahlungen bzw. individueller Gesundheitsleistungen (IGeL) dar. Da die Krankenkassen für diese nicht leistungspflichtig sind, d.h. diese nicht durch Sozialversicherungsbeiträge finanziert werden, müssen gesetzlich Versicherte diese selbst tragen. Investitionen durch PEG werden häufig mit Selbstzahler-Leistungen in Verbindung gebracht, bei denen Patient\*innen mehr gesundheitliche Angebote offeriert bekommen. Hierzu existieren allerdings keine belastbaren Aussagen. Selbst wenn durch die Expert\*innen eine solche Entwicklung nicht bezweifelt wird, kann es sich um einen generellen Trend handeln, der nicht notwendigerweise auf PE-Investitionen zurückzuführen sein muss. Gleiches gilt für die Vermutung, dass es durch Übernahmen von PEG, vor allem im stationären Bereich, zur Fokussierung auf lukrative Nischen bzw. Behandlungen kommt. Die Befürchtung, dass es zu einer niedrigen Versorgungsqualität führt, konnte in einem EU-weiten Vergleich zwischen privaten und öffentlichen Krankenhäusern nicht nachgewiesen werden (Kruse et al., 2018). Andererseits wird vermutet, dass privat geführte Einrichtungen nicht notwendigerweise effizienter agieren, als öffentlich-rechtlich geführte Häuser, darüber hinaus aber stärker auf finanzielle Anreize reagieren (ebenda). Eine gesonderte Untersuchung auf PEG wäre dahingehend interessant, ob die Instrumente, die die Unternehmen häufig in anderen Branchen erprobt haben, übertragbar auf den Gesundheitssektor sind und inwieweit sich dies niederschlägt.

## 7 Zusammenfassung, Grenzen und Perspektiven der Untersuchung

### 7.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

Das Ziel dieses Beitrages war es, das aktuelle Übernahmegeschehen im Gesundheitssektor in Deutschland durch Private Equity-Gesellschaften zu dokumentieren und die Strukturen und Größenordnungen der Übernahmen sowie die Käufer zu analysieren. Zudem sollten möglichst weitgehende Aussagen zu den Strategien der Käufer, zu den Strukturen der übernommenen Unternehmen und ihren Investmentverläufen getroffen werden.

Der Beitrag beschränkte sich auf die Übernahme durch Private Equity-Gesellschaften, deren Geschäftsmodell des Kaufs, der Restrukturierung und des Wiederverkaufs von Unternehmen ist. Zudem wurde nicht der gesamte Gesundheitssektor betrachtet, sondern nur die Bereiche mit einer Patientenversorgung, d.h. es wurden nur die Krankenhäuser, die medizinischen Facharztseinrichtungen und die Pflegeheime bzw. Pflegedienste betrachtet.

Die Studie stützt sich zum einen auf quantitativen Daten zur Transaktion von Unternehmen, die auf einer Sonderauswertung des am IAT angesiedelten Projektes „Private Equity Monitor Deutschland“ (vgl. Scheuplein 2018) beruhen. Dieser Datenbestand wurde um eigene Recherchen erweitert und um Angaben zu den Unternehmen (u.a. Bereich der Patientenversorgung, Beschäftigte, Umsatz) sowie zu den Private Equity-Gesellschaften (Herkunftsland, Kapitalvolumen) und zum Verkäufer (Eigentübertyp, Branche, Herkunftsland) ergänzt und mit den Methoden der deskriptiven Statistik ausgewertet. Der Zeitraum der Darstellung umfasst die Jahre ab 2013 bis einschließlich des ersten Halbjahres 2018.

Methodisch wurden zum anderen leitfadengestützte Interviews sowie eine Auswertung von Fachliteratur und Dokumenten vorgenommen, damit der Prozess der Übernahmen in die

Struktur des Gesundheitssektors eingeordnet und seine Hintergründe beleuchtet werden konnten. Aus den so gewonnenen Aussagen zum Übernahmeprozess (vgl. die Abschnitte 4 bis 6) möchten wir zunächst folgende *empirische Ergebnisse* besonders hervorheben:

- Es konnten rund 130 Übernahmen von Unternehmen im Gesundheitssektor im Zeitraum ab dem Jahr 2013 festgestellt werden. Davon entfielen etwa 60 % der Übernahmen auf das Jahr 2017 bzw. das erste Halbjahr 2018.
- Die Übernahmen finden vor allem in drei Bereichen statt. Mehr als ein Drittel aller Übernahmen betrifft Pflegeheime bzw. Pflegedienste, etwas mehr als die Hälfte aller Übernahmen verschiedene Facharztsparten, und weniger als ein Zehntel aller Übernahmen Krankenhäuser. Nach der Zahl der Beschäftigten entfiel mehr als die Hälfte auf Pflege-Unternehmen, ein knappes Drittel auf die Krankenhäuser und nur etwas mehr als ein Zehntel die Facharztsparten.
- Stark betroffen von den Übernahmen waren die Facharztsparten Zahnmedizin, Augenheilkunde und der Rehabilitationsbereich (u.a. Neurologie, Psychosomatik und Orthopädie).
- In den einzelnen Facharztsparten kann angesichts der bisherigen Anzahl von Übernahmen nur von dem Beginn eines Konsolidierungsprozesses gesprochen werden. Im Bereich der Pflegeheime/-dienste fallen die Marktanteile der Private Equitygeführten Unternehmen jedoch schon größer aus.
- Häufig wird eine „Buy-and-Build“-Strategie verfolgt, bei der fachgleiche Einrichtungen in eine neue Unternehmenskette integriert werden. Vor allem durch dieses nicht-organische Unternehmenswachstum sollen Skaleneffekte erzielt werden.
- Am Beispiel der Fachsparte Zahnmedizin zeigt sich, dass die übernehmenden Private Equity-Gesellschaften mehrheitlich bereits fachgleiche Ketten im europäischen Aus-

land betreiben. Die Integration der Ketten findet vor allem über das Angebot zentraler Funktionen für die dezentralen Betriebsstandorte statt, z.B. in den Bereichen Rechnungswesen, Marketing und Einkauf. Zudem wird über die Entwicklung von medizinischen Behandlungskonzepten, Qualifizierung und Fortbildung des Personals sowie den abgestimmten Einsatz von Technik die Qualität der Patientenversorgung beeinflusst. Der Integration der einzelnen Standorte ist allerdings sehr unterschiedlich weit vorangeschritten.

- Das Beispiel Zahnmedizin zeigt auch, dass die Expansion der Ketten vorrangig über den Kauf von Praxen geschieht, deren Inhaber\*innen eine Nachfolge-Lösung anstreben. Die Anzahl der verkaufsbereiten Praxisinhaber\*innen scheint gegenwärtig der hauptsächlich begrenzende Faktor für den Aufbau der Zahnmedizin-Ketten zu sein.
- Überwiegend wurden die Übernahmen von kapitalkräftigen, fonds-basierte Private Equity-Gesellschaften aus verschiedenen europäischen Ländern und aus den Vereinigten Staaten getätigt.
- Zwei Drittel der an den Übernahmen beteiligten Fonds hatte ihren rechtlichen Sitz in einem Offshore-Finanzzentrum, wobei die meisten Fonds auf den Cayman Islands angesiedelt waren. An diese Standorte fließen die im deutschen Gesundheitssektor erzielten Gewinne.

Bei der Untersuchung der Gründe für die gegenwärtige Aktivität an Übernahmen zeichnen sich zwei Ursachenkomplexe ab. Der eine Grund liegt in den regulatorischen Veränderungen des Gesundheitssektors in Deutschland. Die Übernahme von medizinischen Einrichtungen durch nicht-medizinische Investoren wurde in den Jahren 2004 bzw. 2015 (Zahnmedizin) geöffnet. Der starke Boom der Übernahme seit ca. einhalb Jahren liegt jedoch eher auf der Seite der veränderten Nachfrage nach Gesundheitseinrichtungen. Traditionell haben Private Equity-Gesellschaften den Gesundheitssektor in Deutschland mit seinen komplexen wirtschaftli-

chen Geschäftsmodellen und seiner kleinteiligen Marktstruktur eher gemieden. Da die Private Equity-Gesellschaften in den vergangenen Jahren ein erhebliches Kapital für Übernahmen akquirieren konnten, die Zahl der erwerbzbaren (großen) Unternehmen jedoch zurückgegangen ist, ist der Gesundheitssektor zu einem neuen wichtigen Anlagefeld für die Beteiligungsgesellschaften geworden.

## 7.2 Grenzen und Perspektiven der Untersuchung

Die hier angeführten Aktivitäten im Bereich Private Equity im Gesundheitswesen zeichnen ein erstes Bild des Übernahmeprozesses in Deutschland. Es zeigt sich, dass vor allem in jüngerer Zeit eine Zunahme an Übernahmen durch PEG zu beobachten ist. Ob es sich hierbei jedoch nur um einen kurzzeitigen Trend handelt, oder in naher bis mittlerer Zukunft zu einer weiteren Steigerung führt, kann erst durch ein kontinuierliches Monitoring beantwortet werden.

Die quantitative Methodik der Studie hat ihre Grenzen unter anderem bei der Erfassung von Übernahmen in den Facharztsparten. Aufgrund der geringen Unternehmensgröße werden diese Übernahmen in den traditionellen Datenquellen für Private Equity-Transaktionen kaum erfasst. Die in dieser Studie durchgeführten zusätzlichen Recherchen etwa über das Handelsregister könnten noch intensiver angewandt und auf weitere Recherchemöglichkeiten ausgedehnt werden.

Eine weitere methodische Grenze liegt in den fehlenden Daten über die Marktgröße bzw. -struktur in den einzelnen Segmenten der Patientenversorgung, so dass hier kein aktueller Marktanteil der Übernahmen dargestellt werden konnte.

Vor allem qualitative Methoden könnten darüber hinaus helfen, die Folgen vertiefend zu analysieren. Diese Fragen zu den qualitativen Auswirkungen der Übernahmen könnten erst durch eine Gegenüberstellung mit weiteren Datenquellen, bspw. mit Versorgungsdaten, ange-

gangen werden. So ließe sich u.a. die Frage beantworten, ob eine Übernahme einer PEG tatsächlich zu Leistungs- bzw. Mengenausweitungen führt.

Neu aufgenommen werden müssen auch weitergehende und vertiefende Fragen nach den konkreten Auswirkungen auf die Beschäftigten, die Arbeitsbedingungen und auf die Mitbestimmungspraxis im Gesundheitssektor.

Hinsichtlich der Auswirkungen von PE-Investments auf Beschäftigungsstrategien, Löhne, Arbeitsbedingungen und Mitbestimmung kann, folgt man den internationalen Debatten, nicht generell von *den* Auswirkungen gesprochen werden. In der internationalen Debatte werden erste Modelle zur Erfassung der Auswirkungen von PE-Investments auf Beschäftigung, Arbeitsbedingungen und Mitbestimmung diskutiert (u.a. Bacon et al. 2013). Sie unterscheiden verschiedene Buyout-Typen in ihren Auswirkungen auf die betriebliche Beschäftigungs-, Arbeits- und Mitbestimmungspolitik. Auch für Deutschland zeichnete sich in der explorativen Untersuchung ab, dass trotz des gemeinsamen Bezugspunktes der Kapitalorientierung differenzierte beschäftigungs-, arbeits- und mitbestimmungspolitische Strategien von den PEG in den jeweiligen Teilbranchen verfolgt werden. Diese lassen sich nicht ausschließlich in den Dimensionen des Zeithorizontes der PE-Aktivität (kurzfristig/langfristig) und der strategischen Orientierung der PEG (effizienzorientiert/wachstumsorientiert) erfassen. Deutlich wurde, dass tiefergehende Untersuchungen komplexere Ursache-Wirkungsmodelle zur Erfassung der Folgen für Beschäftigung, Arbeit und Mitbestimmung in den Blick nehmen müssen. Hierfür sprechen auf Grundlage der explorativen Arbeiten u.a. die folgenden Argumente:

- Es hat sich gezeigt, dass PE-Aktivitäten im deutschen Gesundheitssektor unterschiedliche Teilbranchen betreffen. Diese Teilbranchen zeichnen sich u.a. durch unterschiedliche Unternehmenstypen, Berufs-, Qualifikations- und Refinanzierungsstrukturen, Formen der Interessenorganisation, Mitbestimmungsstrukturen sowie durch

differenzierte arbeits- und tarifpolitische Regulierungen aus. Ausgehend hiervon wäre zu überprüfen, welchen Einfluss diese Dimensionen auf spezifische Investitions- und Strategiepfade von PEG einerseits haben. Andererseits wäre vertiefend zu untersuchen, welche Folgen der Aufbau (auch internationaler) neuer Wertschöpfungsketten- und -netze für Beschäftigung, Arbeit und Mitbestimmung in den jeweiligen Teilbranchen haben.

- Mit Blick auf die Entwicklungsperspektiven von PE-Investments sind aktuelle gesundheits- und arbeitspolitische Diskurse und Entscheidungen in ihren Auswirkungen auf die Attraktivität des Geschäftsmodells von PE-Investments in die Analyse einzubeziehen. So kann davon ausgegangen werden, dass arbeitspolitische Normen wie z.B. verbindliche Personalmessungssysteme, Personaluntergrenzen, die Stärkung des Medizinischen Dienstes der Krankenversicherung (MDK) oder branchenspezifische Tarifregelungen auch strategische PE-Investment-Entscheidungen im Gesundheits- und Pflegesektor beeinflussen.
- Veränderungen der Beschäftigungs- und Arbeitsbedingungen, der Mitbestimmungskultur und Mitbestimmungspraxis treten oftmals nicht unmittelbar nach einer Übernahme auf, sondern erfolgen auch schleichend und in Abhängigkeit von den Freiheitsgraden des Managements nach der Übernahme. Auch betreffen Veränderungen der Arbeitsbedingungen nicht notwendigerweise die Belegschaft insgesamt, sondern zunächst nur einzelne Beschäftigtengruppen. Dabei ist die Kündigung von Tarifverträgen ebenso zu beobachten wie die Einführung von Zielvorgaben, leistungsorientierten Vergütungssystemen oder Prämiensystemen für Führungskräfte. Insofern ist in künftigen Analysen differenzierter zu betrachten, wie sich die Folgen eines Eigentümerwechsels für unterschiedliche betriebliche Funktionsbereiche und Beschäf-

tigtengruppen auch im Zeitverlauf darstellen.

- Die betriebsspezifische Organisationsmacht und die Durchsetzungsfähigkeit von Beschäftigteninteressen können als „*Game Changer*“ mit Blick auf Managementstrategien in PEG wirken. Ausgehend hiervon stellen die betriebliche Mitbestimmungskultur und die Strategiefähigkeit der Mitbestimmungsakteure wichtige Einflussfaktoren dar. Vertiefende Analysen müssten entsprechend berücksichtigen, wie betriebliche Mitbestimmungsakteure in den Prozess des Eigentümerwechsels involviert waren, wie und mit welchen Handlungsstrategien sie versuchen, die Interessen der Beschäftigten im Vorfeld und nach dem Eigentümerwechsel zu vertreten und durchzusetzen.
- Es wäre zu differenzieren, in welcher konkreten Ausgangssituation ein Gesundheits- oder Pflegeunternehmen übernommen wird. So wurde deutlich, dass für die Beschäftigten der Prozess eines Eigentümerwechsels oft nicht transparent ist. Wenn dieser dann erfolgt, werden die potenziellen Auswirkungen für das eigene Arbeitsumfeld auch nicht unmittelbar wahrgenommen oder die Folgen antizipiert. Hier wären in der Analyse die spezifische Aus-

gangslage und die betrieblichen Rahmenbedingungen einerseits sowie die Transparenz des Eigentümerwechsels aus Sicht der Beschäftigten andererseits näher zu beleuchten.

Anschlussfähige Fragestellungen, die im Rahmen solcher Untersuchungen gestellt werden können, lauten daher:

- Wie wirken sich Übernahmen und unterschiedliche Buyout-Typen auf die betrieblichen Arbeits- und Beschäftigungsverhältnisse und auf die Mitbestimmungspraxis aus (z.B. Abbau oder Aufbau von Beschäftigung und spezifischen Qualifikationsprofilen, Kennzahlensteuerung, Leistungsorientierung)?
- Wie wirken sich Investmentstrategien auf betriebliche Managementpraktiken, Beschäftigungsstrategien, Arbeitsbedingungen und Mitbestimmungspraktiken in den unterschiedlichen Teilbranchen aus?
- Inwieweit sind neue Investitionsmodelle ein Treiber für die technologischen Modernisierungsstrategien von Gesundheits- und Sozialunternehmen? Wie gestaltet sich das Zusammenspiel neuer Investmentmodelle, technologischer und arbeitsorientierter Modernisierung?

## 8 Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

### Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Geschäftsmodell einer fondsbasierten Private-Equity-Gesellschaft.....	8
Abbildung 2: Anzahl der von Private Equity in Deutschland übernommenen Unternehmen und deren Beschäftigte 2011 bis 2017.....	10
Abbildung 3: Exits von Unternehmen und deren Beschäftigte in Deutschland in den Jahren 2014 bis 2017 .....	12
Abbildung 4: Übernahmen im Bereich "Healthcare" in Europa von 2007 bis 2018* nach Ländern/Regionen .....	16
Abbildung 5: Wert der Übernahmen im Bereich "Healthcare" in Europa von 2007 bis 2018* nach Ländern/Regionen.....	16
Abbildung 6: Übernahmen von Unternehmen der Patientenversorgung durch Private Equity- Gesellschaften in Deutschland 2013 bis 2018 (1. Hj.) .....	17
Abbildung 7: Eigentumsstruktur der Zahneins-Gruppe.....	29

### Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Von Private Equity-Gesellschaften übernommene Unternehmen und deren Beschäftigte nach dem Typ der Versorgungseinrichtung in Deutschland in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018 .....	18
Tabelle 2: Von Private Equity-Gesellschaften übernommene Unternehmen und deren Beschäftigte nach (medizinischen) Bereichen in Deutschland in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018 .....	19
Tabelle 3: Übernahmen im Gesundheitssektor in Deutschland nach dem Eigentübertyp des Verkäufers und nach dem gesellschaftsrechtlichen Typ in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018 .....	20
Tabelle 4: Die Top Ten der Private Equity-Gesellschaften auf dem deutschen Markt für Patientenversorgung in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018.....	21
Tabelle 5: Anteil der Fonds an der Anzahl der Buyouts und an den Beschäftigten und dem Umsatz der übernommenen Unternehmen in Deutschland in den Jahren 2013 bis zum 1. Hj. 2018 (in v.H.).....	22
Tabelle 6: Ausgewählte Gesundheitsunternehmen mit einer Buy-and-Build-Strategie durch eine Private Equity-Gesellschaft in Deutschland im Zeitraum 2012 bis zum 1. Hj. 2018 .....	23
Tabelle 7: Aktuelle Buy-and-Build-Plattformen von Private Equity-Gesellschaften im Bereich Zahnmedizin in Deutschland (Stand: Oktober 2018).....	25

## 9 Literatur

- Adamek, Sascha; Friedrich, Tina (2018): Rendite statt Pflegepersonal - Wie internationale Finanzinvestoren mit deutschen Altenheimen Kasse machen. In: Kontraste vom 14.6.2018, online verfügbar unter: <https://www.rbb-online.de/kontraste/archiv/kontraste-vom-14-06-2018/rendite-statt-pflegepersonal.html> [abgerufen am 8.11.2018].
- Applebaum, Eileen; Batt, Rosemary (2014): *Private Equity at Work: When Wall Street Manages Main Street*. New York: Russel Sage Foundation.
- ApoBank (2018): Deutsche Apotheker- und Ärztekasse: Umfrage zu Praxis- und Apothekenabgabe. November 2018, online verfügbar unter: <https://newsroom.apobank.de/documents/grafiken-umfrage-zu-praxis-und-apothekenabgabe-2018-83931> [abgerufen am 4.12.2018].
- Bacon, Nick; Wright, Mike; Ball, Rod; Meulemann, Miguel (2013): *Private Equity, HRM, and Employment*. Academy of Management Perspectives, Vol. 27 (1), 7-21.
- Bain & Company (2018): *Global Healthcare Private Equity and Corporate M&A Report*. Online verfügbar unter: [https://www.bain.com/contentassets/c69b2e6d50314251b83982c206a93361/bain\\_report\\_global\\_healthcare\\_private\\_equity\\_and\\_corporate\\_manda\\_report-2018.pdf](https://www.bain.com/contentassets/c69b2e6d50314251b83982c206a93361/bain_report_global_healthcare_private_equity_and_corporate_manda_report-2018.pdf) [abgerufen am 9.11.2018].
- Bayaz, Danyal (2014): ‚Heuschrecken‘ zwischen Rendite, Reportage und Regulierung. Die Bedeutung von Private Equity in Ökonomie und Öffentlichkeit. Wiesbaden: Springer VS.
- Beise, Marc; Schmittmann, Stefan (Hrsg.) (2008): *Geplündert? Gerettet? Durchgestartet? Wie sich der deutsche Mittelstand durch fremdes Eigenkapital verändert*. München: Redline Wirtschaft.
- Bobsin, Rainer (2018): *Finanzinvestoren in der Gesundheitsversorgung in Deutschland*. 3. Auflage, Hannover: Offizin.
- Bremer, Patrick; Nesensohn, Marcel (2017): Konsolidierung im Krankenhausmarkt Auswirkungen auf die Wettbewerbsintensität im baden-württembergischen Krankenhaussektor. In: Statistisches Monatsheft Baden-Württemberg 5 + 6/2017.
- Bünemann, Doris u.a. (2016): *Struktur des Pflegemarktes in Deutschland und Potenziale seiner Entwicklung*. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie. Osnabrück.
- Bundesregierung Deutschland (2018): Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Dr. Achim Kessler, Susanne Ferschl, Klaus Ernst, weiterer Abgeordneter und der Fraktion DIE LINKE. – Drucksache 19/4926 – Kapitalinteressen bei der Übernahme von Medizinischen Versorgungszentren. (Drucksache 19/5386 des Deutschen Bundestages) Online verfügbar unter: <https://kleineanfragen.de/bundestag/19/5386> [abgerufen am 3.12.2018].
- Bunker, Anthony (2005): Ausverkauf oder Fitnessprogramm für die deutsche Wirtschaft? Der Buy-out-Markt in Deutschland 2004 – Private Equity im Meinungsstreit. In: M&A Review, 16 (5), 201-205.
- Burrough, Bryan; Helyar, John (1990): *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. New York: HarperCollins.
- Cumming, Douglas (Hg.) (2012): *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press.
- Cumming, Douglas; Wright, Mike; Siegel, Donald S. (2007): *Private Equity, Leveraged Buyouts and Governance*. In: Journal of Corporate Finance 13, 439-460.
- Deutscher Bundestag (Hrsg.) (2011): Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Versorgungsstrukturen in der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV-Versorgungsstrukturgesetz – GKV-VStG). Gesetzentwurf der Bundesregierung. Drucksache 17/6906, 5. September 2011, Berlin.
- Eilers, Stephan (2018): *Private Equity: Unternehmenskauf, Finanzierung, Restrukturierung, Exitstrategien*. München: C.H. Beck.
- Faust, Michael; Thamm, Lukas (2016): Wie viel "Finanzmarktkapitalismus" gibt es in Deutschland? In: Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung (Hrsg.): *Berichterstattung zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland. Exklusive Teilhabe - ungenutzte Chancen*. Dritter Bericht. Bielefeld, Kapitel 6.
- Foundational Economy Collective (2018): *Foundational economy: The infrastructure of everyday life (Manchester Capitalism)*. Manchester: Manchester University Press.
- Gospel, Howard; Pendleton, Andrew; Vitols, Sigurt (Hg.) (2014): *Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison*. Oxford: Oxford University Press.
- Habdank, Philipp (2018): Private Equity macht Jagd auf Kliniken und Pflegeheime. In: Finance-Magazin vom 20.6.2018, online verfügbar unter: <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private->

- debt/private-equity-macht-jagd-auf-kliniken-und-pflegeheime-2017301/ [abgerufen am 10.11.2018]
- Hammer, Benjamin; Knauer, Alexander; Pflücke, Magnus; Schwetzler, Bernhard (2017): Inorganic growth strategies and the evolution of the private equity business model. *Journal of Corporate Finance* 45, 31–63.
- Harris, Robert S.; Jenkinson, Tim; Kaplan, Steven N. (2014): Private equity performance: What do we know? In: *The Journal of Finance*, 69 (5), 1851–1882.
- Hayer, Jens; Sobottke, Markus (2018): BFS-Report. Erfolgsfaktor Kapital in der Sozialwirtschaft.. Köln: Bank für Sozialwirtschaft AG.
- Hoffmann, Nils (2008): German buyouts adopting a buy and build strategy. Key characteristics, value creation and success factors. Wiesbaden: Gabler.
- Huffschmid, Jörg; Köppen, Margit; Rhode, Wolfgang (Hrsg.) (2007): Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte. Hamburg: VSA.
- IDH Finance plc (2017): Annual report for Bondholders. Year ended 31 March 2018. Online verfügbar unter: <https://www.mydentist.co.uk/docs/default-source/Investors/idh-finance-annual-report-to-bondholders-31-march-18.pdf> [abgerufen am 16.11.2018].
- Invest Europe (2018): 2017 European Private Equity Activity. Online verfügbar unter: <https://www.investeurope.eu/media/711867/invest-europe-2017-european-private-equity-activity.pdf> [abgerufen am 8.11.2018].
- Investcorp (2018): "Investcorp launches buy-and-build strategy in German healthcare sector", Pressemitteilung vom 15.5.2018, online verfügbar unter: <https://www.investcorp.com/news-and-media/article/investcorp-launches-buy-and-build-strategy-in-german-healthcare-sector> (abgerufen am 15.11.2018).
- Jowett, Paul; Jowett, Francoise (2011): Private Equity. The German Experience. Houndsmills: Palgrave Macmillan.
- Juve (2005): Advent Casa Reha. Juve.de vom 29.10.2005. Online verfügbar unter: <https://www.juve.de/nachrichten/deals/2005/10/advent-casa-reha> [abgerufen am 28.11.2018].
- Juve (2015): Altenpflege: Korian kommt mit Hengeler bei Casa Reha zum Zug. Juve.de vom 11.10.2015. Online verfügbar unter: <https://www.juve.de/nachrichten/deals/2015/11/altenpflege-korian-kommt-mit-hengeler-bei-casa-reha-zum-zug> [abgerufen am 28.11.2018].
- Kamp, Lothar; Krieger, Alexandra (2005): Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland. Hintergründe und Orientierungen. Hans-Böckler-Stiftung, Arbeitspapier 103. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Kaserer, Christoph u.a. (2007): Private Equity in Deutschland. Rahmenbedingungen, ökonomische Bedeutung und Handlungsempfehlungen. Norderstedt: Books on Demand.
- Kersten, Jörn (2018): Finanzinvestoren bei Rehakliniken. In: Plusminus vom 28.3.2018, online verfügbar unter: <http://www.daserste.de/information/wirtschaft-boerse/plusminus/sendung-vom-28-03-2018-finanzinvestoren-rehakliniken100.html> [abgerufen am 2.11.2018].
- Korzilius, Heike (2018): Ambulante Versorgung: Investoren auf Einkaufstour. In: Dtsch Arzteblatt, 115(39): A-1688-1692, online verfügbar unter: <https://www.aerzteblatt.de/archiv/201014/Ambulante-Versorgung-Investoren-auf-Einkaufstour> [abgerufen am 20.11.2018].
- KPMG (2017): The dental chain opportunity. Consolidation of the European dental industry is in its early stages. Online verfügbar unter: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/05/euro-dental-market.pdf> [abgerufen am 10.11.2018].
- Krischmann, Helmut (2016): Klinikstandort Hann. Münden: Investorengruppe übernimmt ab April. HNA.de vom 11.3.2016. Online verfügbar unter: <https://www.hna.de/lokales/hann-muenden/hann-muenden-ort60343/klinikstandort-hannmuenden-april-unter-neuer-regie-6201762.html> [abgerufen am 4.12.2018].
- Kruse, Florian M.; Stadhouders, Niek W.; Adang, Eddy M.; Groenewoud, Stef; Jeurissen, Patrick P. T. (2018): Do private hospitals outperform public hospitals regarding efficiency, accessibility, and quality of care in the European Union? A literature review. In: *The International journal of health planning and management* 33 (2), e434–e453. DOI: 10.1002/hpm.2502. [abgerufen am 7.11.2018].
- Lahmann-Lammert, Rainer (2018): Porterhouse übernimmt Paracelsus-Kliniken. In: Neue Osnabrücker Zeitung vom 20.4.2018. Online verfügbar unter: <https://www.noz.de/lokales/osnabrueck/artikel/1195980/porterhouse-uebernimmt-paracelsus-kliniken> [abgerufen am 10.11.2018].
- Lowenstein, Louis (1985): Management Buyouts. In: *Columbia Law Review*, 85 (4), 730–784.
- Ludwig, Kristiana (2018): Finanzinvestoren krempeln die Zahnarztbranche um. In: *Süddeutsche Zei-*



- tung vom 15.9.2018, online verfügbar unter: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/uebernahme-von-grosspraxen-finanzinvestoren-entdecken-zaehne-der-deutschen-1.4129697> [abgerufen am 13.11.2018].
- McKinsey (2018): The rise and rise of private markets. McKinsey Global Private Markets Review 2018. Online verfügbar unter: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Private%20Equity%20and%20Principal%20Investors/Our%20Insights/The%20rise%20and%20rise%20of%20private%20equity/The-rise-and-rise-of-private-markets-McKinsey-Global-Private-Markets-Review-2018.ashx> [abgerufen am 13.11.2018].
- Nies, Detlev; Nies, Katja (2018): Investoren und Z-MVz (Teil 1): Strategien und Möglichkeiten der Zahnärzte. In: ZP Zahnarztpraxis 10/2018, 16-18, online verfügbar unter: <https://www.iww.de/zp/archiv/entwicklung-des-zahnarztmarktes-investoren-und-z-mvz-teil-1-strategien-und-moeglichkeiten-der-zahnaerzte-f115982> [abgerufen am 20.11.2018].
- Phalippou, Ludovic (2013): Performance of buyout funds revisited? In: Review of Finance 18, 189–218.
- Prequin (2018a): Prequin Quarterly Update: Private Equity & Venture Capital Q3 2018, Online verfügbar unter: <https://www.prequin.com/insights> [9.11.2018].
- Prequin (2018b): Germany-based private Equity Investors. In: Private Equity & Venture Capital Spotlight, 14 (5), 17.
- Prequin (2018c): Private Capital Horizon IRRs as at 31 Mar 2018. Online verfügbar unter: <https://www.prequin.com/Research/PE/HorizonIRRSummary.aspx> [abgerufen am 9.11.2018].
- Prequin (2018d): The Future of Alternatives. Online verfügbar unter: <http://docs.prequin.com/reports/Prequin-Future-of-Alternatives-Report-October-2018.pdf> [abgerufen am 9.11.2018].
- Schäfer, Daniel (2007): Die Wahrheit über die Heuschrecken. Wie Finanzinvestoren die Deutschland AG umbauen. Frankfurt a. Main: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Scheuplein, Christoph (2012): An die Wertschöpfungskette gelegt. Die finanzgetriebene Restrukturierung in der deutschen Automobilzulieferindustrie und ihr Scheitern. In: Prokla – Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft, 42 (1), 49–64.
- Scheuplein, Christoph (2018): Private Equity Monitor 2017: Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland. Reihe: Mitbestimmungsförderung Report, Nr. 40. Düsseldorf 2018.
- Scheuplein, Christoph (2019): Private Equity Monitor 2018. Die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland. Reihe: Mitbestimmungsförderung Report. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. [Im Erscheinen]
- Scheuplein, Christoph; Teetz, Florian (2017): Private Equity-Aktivitäten in Deutschland 2014/2015. Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private Equity-Gesellschaften. Reihe Study Nr. 367. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Schindler-Marlow, Sabine (2018): Im Fokus von Investoren: Das deutsche Gesundheitswesen. In: Rheinisches Ärzteblatt, Oktober 2018, 12–13, online verfügbar unter: <https://www.aekno.de/page.asp?pageID=18745&noredir=True> [abgerufen am 14.11.2018].
- Schmid, Andreas; Ulrich, Volker (2012): Konzentration und Marktmacht bei Krankenhäusern. In: *Gesundh ökon Qual manag* 17 (01), 18–22. DOI: 10.1055/s-0031-1273379.
- Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers. In: Auerbach, Alan J. (Hrsg.) (1988): Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago, London: University of Chicago Press, 33–68.
- Söffge, Fabian; Braun, Reiner (2018): Buyout Transactions in the German-speaking Region: Determinants of Abnormal Performance and Unlevered Returns. In: Journal of Applied Corporate Finance, 30 (2), 50–64.
- Spahn, Jens (2018): Wettbewerb in der Pflege ist kein Selbstzweck. Gastkommentar von Jens Spahn. Handelsblatt vom 15.8.2018. Online abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastkommentar-wettbewerb-in-der-pflege-ist-kein-selbstzweck/22913360.html?ticket=ST-1891287-e4Ko4GTTd76EpGgTXOPR-ap3> [abgerufen am 5.2.2019]
- Statistisches Bundesamt (DESTATIS, 2018): Pflegestatistik. Pflege im Rahmen der Pflegeversicherung. Deutschlandergebnisse 2017. Wiesbaden. Online abrufbar unter: <https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/Gesundheit/Pflege/PflegeDeutschlandergebnisse.html> [abgerufen am 2.1.2019].
- Statistisches Bundesamt (n. d. a): Anzahl der Krankenhäuser in Deutschland in den Jahren 2000 bis 2017. Online verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/2617/umfrage/anzahl-der-krankenhaeuser-in-deutschland-seit-2000/> [abgerufen am 15.12.2018].
- Statistisches Bundesamt (n. d. b): Anzahl der deutschen Krankenhäuser nach Trägerschaft in den Jahren 2000 bis 2017. Online verfügbar unter:

- <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/157072/umfrage/anzahl-der-krankenhaeuser-nach-traegerschaft/> [abgerufen am 15.12.2018]
- Statistisches Bundesamt. (n. d. c): Anzahl aufgestellter Betten in Krankenhäusern in Deutschland nach Trägerschaft in den Jahren 2008 bis 2017 (in 1.000). Online verfügbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/157075/umfrage/anzahl-der-krankenhausbetten-nach-traegern/> [abgerufen am 15.12.2018]
- Stevenson, David G.; Grabowski, David C. (2008): Private Equity Investment and nursing home care: Is it a big deal? In: *Health Affairs*, 27 (5), 1399 -1408.
- Stowell, David P. (2010): *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity. The New Paradigm.* Burlington, San Diego, London: Elsevier.
- Sturm, Alexander (2018): Finanzinvestoren lockt das Geschäft mit der Pflege. In: *Ärzte Zeitung online* vom 04.06.2018, online verfügbar unter: [https://www.aerztezeitung.de/praxis\\_wirtschaft/finanzen\\_steuern/article/965136/finanzinvestoren-geschaeft-pflege-lockt.html?sh=2&h=-791364198](https://www.aerztezeitung.de/praxis_wirtschaft/finanzen_steuern/article/965136/finanzinvestoren-geschaeft-pflege-lockt.html?sh=2&h=-791364198) [abgerufen am 14.11.2018]
- Talmor, Eli; Vasvari, Florin (2011): *International Private Equity.* Chichester: John Wiley & Sons.
- Watt, Andrew (2008): The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. In: *Industrial Relations Journal* 39 (6), 548–568.
- Wigge, Peter (2004): Medizinische Versorgungszentren nach dem GMG. Zulassung, Rechtsformen, Trägerschaft. In: *MedR* 2004 (3), 1-12. DOI: 10.1007/s00350-004-1138-1
- Wood, Geoffrey; Wright, Mike (2009): Private equity: A review and synthesis. In: *International Journal of Management Reviews*, 11 (4), 361–380.
- Zm-online (2018): Die neuen Cashcows? Zahnärztliche Mitteilungen Heft 15/16. Online verfügbar unter: <https://www.zm-online.de/archiv///titel/die-neuen-cashcows/> [abgerufen am 16.11.2018].
- Zahneins (2018a): (Herkunft und Geschichte der zahneins Gruppe. Online verfügbar unter: [https://zahneins.com/media/herkunft\\_und\\_geschichte\\_1.pdf](https://zahneins.com/media/herkunft_und_geschichte_1.pdf) [abgerufen am 15.11.2018].
- Zahneins (2018b): Zahneins und Opus DC Ulm bilden Deutschlands größten Zahnarztverbund. Pressemitteilung vom 28.6.2018. Online verfügbar unter: [https://zahneins.com/media/partnerschaft\\_opus\\_dc\\_zahneins\\_aktualisiert.pdf](https://zahneins.com/media/partnerschaft_opus_dc_zahneins_aktualisiert.pdf) [abgerufen am 15.11.2018]

**Ansprechpartner/in:**

Michaela Evans, Direktorin des Forschungsschwerpunktes "Arbeit und Wandel", Email: [evans@iat.eu](mailto:evans@iat.eu)

Dr. Sebastian Merkel, Wissenschaftlicher Mitarbeiter des Forschungsschwerpunktes „Gesundheitswirtschaft & Lebensqualität“, Email: [merkel@iat.eu](mailto:merkel@iat.eu)

Dr. Christoph Scheuplein, Wissenschaftlicher Mitarbeiter des Forschungsschwerpunktes „Raumkapital“, Email: [scheuplein@iat.eu](mailto:scheuplein@iat.eu)

## IMPRESSUM



Westphalian University  
Institute for Work and Technology  
Munscheidstr. 14  
D-45886 Gelsenkirchen

Fon +49 (0) 209.17 07  
Fax +49 (0) 209.17 07 110  
Web [www.iat.eu](http://www.iat.eu)

ISSN electronic edition 2511-7254

Papers can be downloaded free of charge from the IAT website:

<http://www.iat.eu/discussionpapers>

Zentrale wissenschaftliche Einrichtung der Westfälischen Hochschule  
in Kooperation mit der Ruhr-Universität Bochum

